

TARTU ÜLIKOOL

Majandusteaduskond

Marit Hordo

**NASDAQ TALLINNA BÖRSI EMITENTIDE
MAJANDUSAASTA ARUANNETES AVALIKUSTATUD
FINANTSRISKIDE KARAKTERISTIKUD**

Bakalaureusetöö

Juhendaja: lektor Maire Nurmet

Tartu 2018

Soovitan suunata kaitsmisele

(juhendaja allkiri)

Kaitsmisele lubatud “ ... “ 2018. a

Olen koostanud töö iseseisvalt. Kõik töö koostamisel kasutatud teiste autorite tööd, põhimõttelised seisukohad, kirjandusallikatest ja mujalt pärinevad andmed on viidatud.

.....

(töö autori allkiri)

SISUKORD

Sissejuhatus	4
1. Finantsriskide ja nende avalikustamise karakteristikute teoreetilised lähtekohad.....	8
1.1. Finantsriskide olemus ja riskide avalikustamise võimalikud karakteristikud.....	8
1.2. Ülevaade varasematest finantsriskide avalikustamise karakteristikuid käsitlevatest uurimustest	16
2. Nasdaq Tallinna börsi emitentide majandusaasta aruannetes avalikustatud finantsriskide karakteristikute empiiriline analüüs	24
2.1. Valim ja metoodika.....	24
2.2. Avalikustatud finantsriskide karakteristikute analüüs	29
Kokkuvõte	45
Viidatud allikad	49
Lisad.....	56
Lisa 1. Näiteid kodeerimisreeglite rakendamisest.	56
Lisa 2. Avalikustatud finantsriskide karakteristikud ettevõtete ja aastate lõikes.	57
Lisa 3. Avalikustatud krediidiriskide karakteristikud ettevõtete ja aastate lõikes.....	58
Lisa 4. Avalikustatud likviidsusriskide karakteristikud ettevõtete ja aastate lõikes....	59
Lisa 5. Avalikustatud intressiriskide karakteristikud ettevõtete ja aastate lõikes.....	60
Lisa 6. Avalikustatud valuutariskide karakteristikud ettevõtete ja aastate lõikes.	61
Lisa 7. Avalikustatud muud hinnariskide karakteristikud ettevõtete ja aastate lõikes.	62
Lisa 8. Avalikustatud üld-tururiskide karakteristikud ettevõtete ja aastate lõikes.	63
Lisa 9. Avalikustatud üld-finantsriskide karakteristikud ettevõtete ja aastate lõikes. .	64
Summary	65

SISSEJUHATUS

Väärtpaberitesse investeerimine pole tänapäeval seoses internetipanganduse levikuga keeruline tegevus. Investeerimiskonto avamine ja tehingute tegemine on arvutis vaid klikkide kaugusel. Nasdaq Tallinna börs on ainus reguleeritud väärtpaberite järelturg Eestis (Nasdaq Tallinn ... 2017). Balti Reguleeritud turg, mille koosseisu Nasdaq Tallinna börs kuulub, on eelkõige suunatud jätkusuutlikele ning edukatele ettevõtetele (Balti turu ... 2017). Samavõrd oluline, kui tehingute tehniliselt kiire sooritamine, on ka investeerimisobjektist kiire ning asjakohase ülevaate saamine. Finantsandmed, mis kajastavad ettevõtte seisundit konkreetset ajahetkel, on üks võimalus investeerimisobjekti hindamiseks. Sellest ehk olulisemgi on mõista, mis peitub konkreetsete numbrite taga, ridade vahel, seoses tulevikuga, teadmatusega, määramatusega. Kokkuvõtvalt on oluline mõista, millised on riskid nende silmis, kes teavad täpsemalt ettevõtte olukorda, tulevikuplaane ja neist tulenevat võimalikku haavatavust.

Peamiseks infoallikaks investorile ettevõttest ja teda puudutavatest määramatusega seotud aspektidest ülevaate saamiseks on majandusaasta aruanne. Aruande koostamine ja selles info avalikustamine on börsiettevõtete puhul reguleeritud Rahvusvahelise Finantsaruandluse Standardiga (IFRS – *International Financial Reporting Standards*). Riskide kontekstis on nimetatud regulatsioonis kaks peamist sõnumit. Investor peab saama soovitud info võimalikult lihtsalt ja vähese ressursikuluga ning riskid peavad olema avalikustatud nii, nagu neid näevad vaatlusaluse ettevõtte juhid. Riskide aruandluses avalikustamise olulisus on tõestatud korduvalt (Ryan 2012: 308).

Viis, millega riskid aruandes kirja pannakse, mõjutab selle lugeja arusaama kirjutatud tekstist ning tajutavast riskist. Seetõttu on oluline, et aruanne oleks selge ja info konkreetset ettevõtet puudutav ning ajas muutuvate asjaolude põhine. Lisaks on relevantne aruande lugejat teavitada riskide suurusest, mõõtmisest ning nendega toimetuleku mehhanismidest ning protsessidest. Kuigi kehtib regulatsioon ja formaalselt

sellest tulenevaid nõudeid ka täidetakse, esineb siiski probleeme riskide avalikustamisega.

Käesoleva bakalaureusetöö eesmärk on selgitada välja, millised on Nasdaq Tallinna väärtpaberibörsi emitentide majandusaasta aruannetes avalikustatud finantsriskide karakteristikud. Töö tulemusena soovitakse leida, millised tunnusjooned valitsevad Nasdaq Tallinna börsil finantsriskide kirjeldamise ja esitamise ehk kokkuvõtvalt avalikustamise viisis aastaaruandes kui peamises infoallikas. Seejuures ei analüüsita töös aruande kvaliteeti selles osas, kas midagi on avalikustamata, kui muu olemasolev info viitab sellele, et teatud laadi finantsrisk tulnuks aastaaruandes esitada. Karakteristikute hindamisel lähtutakse nendest avalikustatud finantsriskidest, mis on selgelt väljendatud.

Eesmärgi saavutamiseks on bakalaureusetöö autor püstitanud järgmised uurimisülesanded:

- selgitada teaduspõhise kirjanduse kaudu finantsriskide olemust ja nende majandusaasta aruannetes avalikustamise karakteristikuid,
- anda ülevaade varasematest majandusaasta aruannetes riskide avalikustamise karakteristikuid hindavatest uurimistöödest,
- anda ülevaade avalikustatud riskide hindamiseks kasutatavatest uurimismeetoditest ning täpsustada uurimismetoodikas kasutatavat kodeerimisreeglistikku,
- analüüsida Nasdaq Tallinna börsi emitentide majandusaasta aruannetes avalikustatud finantsriskide karakteristikuid,
- tuua välja tulemused ja järeldused Nasdaq Tallinna börsi emitentide majandusaasta aruannetes avalikustatud finantsriskide karakteristikute kohta.

Peamised autorid riskide avalikustamise valdkonnas on Linsley ja Shrives (2006), Cabedo ja Tirado (2004), Abraham ja Shrives (2014), Dillard et al. (2004), Dobler *et al.* (2011) jt. Oma töödes on nad leidnud, et aastaaruanded on riskide avalikustamise osas vaid regulatsiooni nõuetes esitatud aspekte avavad, vabatahtlikku lisainfot ei avalikustata. Seejuures on aastaaruanded rutiinsed ning ajas mittemuutuvad, liialt üldised ning ettevõtte spetsiifikat mitteavavad. Riskide juhtimisega seotud infot avalikustatakse vähem, konstateeritakse vaid riski ja selle allikaid. Lisaks välditakse halbu uudiseid,

mistõttu on avalikustatud riskid peamiselt hea või neutraalse tonaalsusega. Nasdaq Tallinna börsi emitentide ingliskeelseid aastaaruandeid on varasemalt uuritud – näiteks Kolmatsui *et al.* (2016) –, kuid eestikeelsete aruannete puhul finantsriskide avalikustamise karakteristikuid käsitlevad uurimused puuduvad.

Käesolev bakalaureusetöö koosneb kahest sisupeatükist. Töö esimeses peatükis antakse esmalt ülevaade finantsriskide olemusest ning riskide avalikustamise karakteristikutest ning seejärel varasematest riskide avalikustamise karakteristikuid hindavatest uurimistöödest ja neis tehtud järeldustest. Sealjuures kirjeldatakse võimalikke avalikustatud riskide karakteristikute hindamiseks kasutatavatest uurimismeetodeid. Töö teises osas kirjeldatakse Nasdaq Tallinna börsi emitentidest loodud valimit ning töös kasutatavat analüüsimetodit. Seejärel viiakse läbi emitentide majandusaasta aruannetes avalikustatud finantsriskide karakteristikute analüüs ning tuuakse välja analüüsi tulemused ja järeldused.

Andmekogumise meetodina kasutatakse aastaaruannete sisuanalüüsi. Valimisse on kaasatud viie börsiettevõtte eestikeelsed aastaaruanded aastatest 2008, 2009, 2011 ja 2016, st kokku 20 aastaaruannet ning 1644 lehekülge tekstilist ja arvulist materjali. Erinevad aastad on valitud töösse hindamaks aruannete muutumist ajas: majanduskriisi ajal 2008. a ja 2009. a, selle järgselt majanduskasvu perioodil 2011. a ja majanduse stabiliseerumisel 2016. a. Andmeanalüüsi meetodina on kasutatud kvalitatiivset sisuanalüüsi, st aastaaruannete läbitöötamisel saadud andmed on kodeeritud ning seejärel grupeeritud kategooriatesse. Kodeerimisel lähtutakse teoreetilistes seisukohtades toodud karakteristikute definitsioonidest ja määratlustest. Seejärel analüüsitakse süstematiseeritud kodeeritud tulemusi matemaatiliste ja statistiliste meetoditega. Temaatilise sisuanalüüsi puhul ei ole võimalik täielikult välistada kodeerija isikust tulenevat subjektiivust. Selle minimeerimiseks on töös kehtestatud kodeerimisreeglid, mida töö autor võrreldes eelnevates samalaadsetes uurimustes väljatoodutega on omalt poolt täiendanud. Töö käigus esile kerkinud eesti keele eripära puudutavatele aspektidele juhitakse tähelepanu töö teoreetilises osas.

Töö on kasutatav finantsriskide avalikustamise edasisel uurimisel ettevõtete finantstulemuste (näiteks riskitaseme mõõtmise, likviidsusnäitajate jms) ning avalikustatud finantsriskide karakteristikute omavaheliste seoste leidmisel. Töö autori

poolt koondatud ja täpsustatud kodeerimisreeglid on kasutatavad edasistes samalaadsetest töödes. Lisaks annavad töös tehtud järeldused aruande kirjutajatele tagasisidet sellest, kuidas ettevõtteväline aruande lugeja nende esitatud teksti mõistab. Samavõrd on finantsriskide karakteristikute põhjal võimalik hinnata järgnevates töödes regulatsiooni efektiivsust taotletud eesmärkide saavutatuse osas.

Märksõnad: finantsrisk, avalikustamine, riski karakteristik, emitent, tekstianalüüs.

1. FINANTSRISKIDE JA NENDE AVALIKUSTAMISE KARAKTERISTIKUTE TEOREETILISED LÄHTEKOHAD

1.1. Finantsriskide olemus ja riskide avalikustamise võimalikud karakteristikud

Risk on väga lai mõiste. Linsley, Shrivessi (2006: 393) järgi on riski määratlus avatud erinevatele tõlgendustele. Üheselt on selge, et riskist ei räägita kindlalt toimuvate või kindlalt välistatavate asjaolude puhul. Seega on risk seotud tulevikus toimuva määramatusega.

Risk on ettevõtete tulevaste majandustulemuste juhuslik varieeruvus, arvestades kättesaadavat teavet. Rõhutatud on riski kui mitmetahulise nähtuse olemust: risk pole ainult negatiivne (seotud tulemuse langusega), vaid ka positiivne (seotud tulemuse tõusuga). Riskiga on tegemist, kui võimalik tulemuste jaotus on piisavalt asümmeetriline. (Ryan 2012: 296) Linsley ja Shrivessi (2006: 389) järgi hõlmab risk ebakindlust nii „heas“ kui „halvas“. Nimetatud mitmetahulist määratlust kinnitab Masso (2002: 25-26), kelle seisukoha järgi võib risk olla nii võimalus saada kahju kui võimalus, kus võib tekkida tulu.

Finantsriskid on üks ettevõtte tegevust puudutavatest määramatusega seotud aspektidest. Finantsriski nähakse finantsaruandluse regulatsioonides kui võimalikku intressimäära, finantsinstrumendi hinna, kaubahinna, välisvaluutakursi, hinna- või määraindeksi, krediidireitingu või -indeksi või muu muutust tulevikus (Rahvusvaheline raamatupidamisstandard ... : 649). Finantsriskid on seotud võimalike kahjudega finantsturgudel. Finantsriskid eristuvad selle poolest äririskidest, mis on seotud ettevõtte konkurentsielise loomise või majandus- ja poliitilise keskkonna muutustega seotud strateegiliste riskidega. Finantsriske võib defineerida kui riske, mis avaldavad otseselt mõju ettevõtte rahavoogudele. (Cabedo, Tirado 2004: 186-188) Finantsriskide rahalistele

tagajärgedele juhib tähelepanu ka Masso (2002: 30). Voronova (2012: 436) näeb finantsriskina ebasoodsate finantstagajärgede tekkimist ebakindluse mõjul, mis avaldub sissetuleku või kapitali kaotusena.

Riskide avalikustamisena käsitletakse sellise info avalikustamist, kus lugejat on teavitatud mis tahes võimalusest või väljavaatest, ohust või kahjust, mis on ettevõtet juba mõjutanud või võib tulevikus mõjutada, ning nende juhtimisest (Linsley, Shrives 2006: 389). Kui võimalike tulemuste jaotus on piisavalt asümmeetriline, tuleks Ryani (2012: 296) järgi riske alati aruandluses avalikustada. Kuigi mõiste „risk“ määratlus on avar, tuleb avalikustada konkreetne riskialane teave, see ei saa olla vaid kaudselt esitatud viide riskile. Kui riskile osutatakse kaudselt, liiga ebamääraselt, siis seda riski avalikustamisena ei käsitleta. (Linsley, Shrives 2006: 402) Arvestades Ryan'i (2012: 296) seisukohta, et avalikustada tuleb igasugune võimalik tulemuste asümmeetria (ka positiivne), nõustub käesoleva töö autor Linsley ja Shrivese (2006) käsitlusega ning defineerib finantsriskide avalikustamist järgmiselt: finantsriskide avalikustamine on sellise info otsene avalikustamine, kus on selgelt teavitatud mis tahes võimalusest või väljavaatest, võimalikust ohust või kahjust, mis mõjutab ettevõtte finantsinstrumente.

Finantsriske ning nende avalikustamist on võimalik esmajoonel iseloomustada läbi nende sisu ehk finantsriski aluseks oleva finantsinstrumendi järgi. Vastavalt Rahvusvahelisele raamatupidamisstandardi nr 32 (2008) definitsioonile on finantsinstrument leping, mille tulemusel tekib ühele majandusüksusele finantsvara ja teisele majandusüksusele finantskohustus või omakapitaliinstrument. Finantsriskid jaotatakse krediidi-, likviidsus- ja tururiskiks. (Rahvusvaheline finantsaruandlusstandard ... : 12).

Krediidirisk on „risk, et finantsinstrumendi üks osapool põhjustab teisele rahalise kaotuse, sest ei suuda kohustust täita“ (Rahvusvaheline finantsaruandlusstandard ... : 15). Ettevõtted, eriti laenuandjad, näevad üldiselt krediidiriski tulevaste perioodide tulemuse ebakindluses, mis on tingitud vastaspoolte maksejõuetuse esinemisest (Ryan 2012: 310). Cabedo ja Tirado (2004: 190-191) hinnangul sisaldub krediidiriski mõõtmise ettevõtete finantsaruannetes ning potentsiaalselt mittelaekuvate nõuete saldod on teoreetiliselt võrdsed krediidiriski suurusega. Saldodena esitatud informatsioon ei mõõda nende hinnangul täielikult krediidiriski suurust, sest selline meetod katab vaid oodatava mitte ootamatu kahju suurus. Ootamatu kahju suuruse hindamiseks pakuvad nad välja

lihtsustatud *Var*-i mudeli. Mazurina Mohd ja Taylor (2014: 17) lisavad, et krediidirisk hõlmab lisaks tulevaste perioodide ebakindlusele ka krediidiriski kontsentreerumisi, krediidilimiite ja krediidiriskide positsiooni.

Likviidsusrisk on „risk, et ettevõttel tekib raskusi oma finantskohustistega seotud kohustuste täitmisel“ (Rahvusvaheline finantsaruandlusstandard ... : 15). Likviidsusriski määratlemisel ei täpsusta rahvusvaheline finantsaruandluse standard nr 7 (IFRS 7 – *International Financial Reporting Standards* 7), kas peetakse silmas lühi- või pikaajalist perspektiivi, mistõttu autori hinnangul lähtub regulatsioon kõikide kohustuste täitmise võimaluste hindamisest. Samas Cabedo ja Tirado (2004: 193) käsitlevad likviidsusriski lühiajalisest perspektiivist ning defineerivad likviidsusriskina eeldatavatest lühiajaliste maksekohustuste täitmiseks vajalike rahaliste vahendite puudumisest tekkinud potentsiaalseid kahjusid. Cabedo ja Tirado (2004: 193) toovad võimaliku kahju näitena ettevõttest negatiivse kuvandi või ettevõtte maksejõuetuse ning isegi likvideerimisvajaduse tekkimise. Ryan (2012: 311) defineerib likviidsusriskina ettevõtte likviidsusvajaduse taseme ja turul pakutava toote juhuslikku varieeruvust, kusjuures mõlemad mõjurid võivad aja jooksul muutuda. Mazurina Mohd ja Taylor (2014: 17) võtavad kokku definitsiooni negatiivsest aspektist: likviidsusrisk risk saada kahju likviidsuse vahendite puudumise tõttu.

Tururiskid seisnevad selles, et tulevikus võivad finantsinstrumentide õiglased väärtused või rahavood kõikuda turuhindade muutuste tõttu (Rahvusvaheline finantsaruandlusstandard ... : 24/15). Ryan (2012: 308) nimetab tururiskiks turuhindade muutusest tulenevat juhuslikku ootamatut ettevõtte tulemuste varieerumist. Tururiskide nimetuse alla koonduvad kolm erineva allikaga riski: valuuta-, intressi- ja muu hinnarisk.

Valuutarisk tekib rahalistel finantsinstrumentidel, mis on fikseeritud välisvaluutas, mis erineb ettevõtte kasutatavast vääringust. See on „risk, et finantsinstrumendi õiglane väärtus või rahavood kõiguvad tulevikus vahetuskursi muutuste tõttu“ (Rahvusvaheline finantsaruandlusstandard ... : 24/15, 24/21). Täpsemalt on Cabedo ja Tirado (2004: 188) hinnangul valuutarisk rahvusvahelistel turgudel rohkem kui ühe valuutaga tegelevate ettevõtete risk, „mis tuleneb maksevahendi hinna muutumisest“. Mõistest nähtub käesoleva töö autori hinnangul, et valuutarisk on kahepoolne risk positiivne-negatiivne

teljel. Samas on mõnede autorite arvates (Mazurina Mohd, Taylor 2014: 17) valuutariski nähtud ka vaid kahjumis, mis võib tuleneda vahetuskursside ebasoodsast liikumisest.

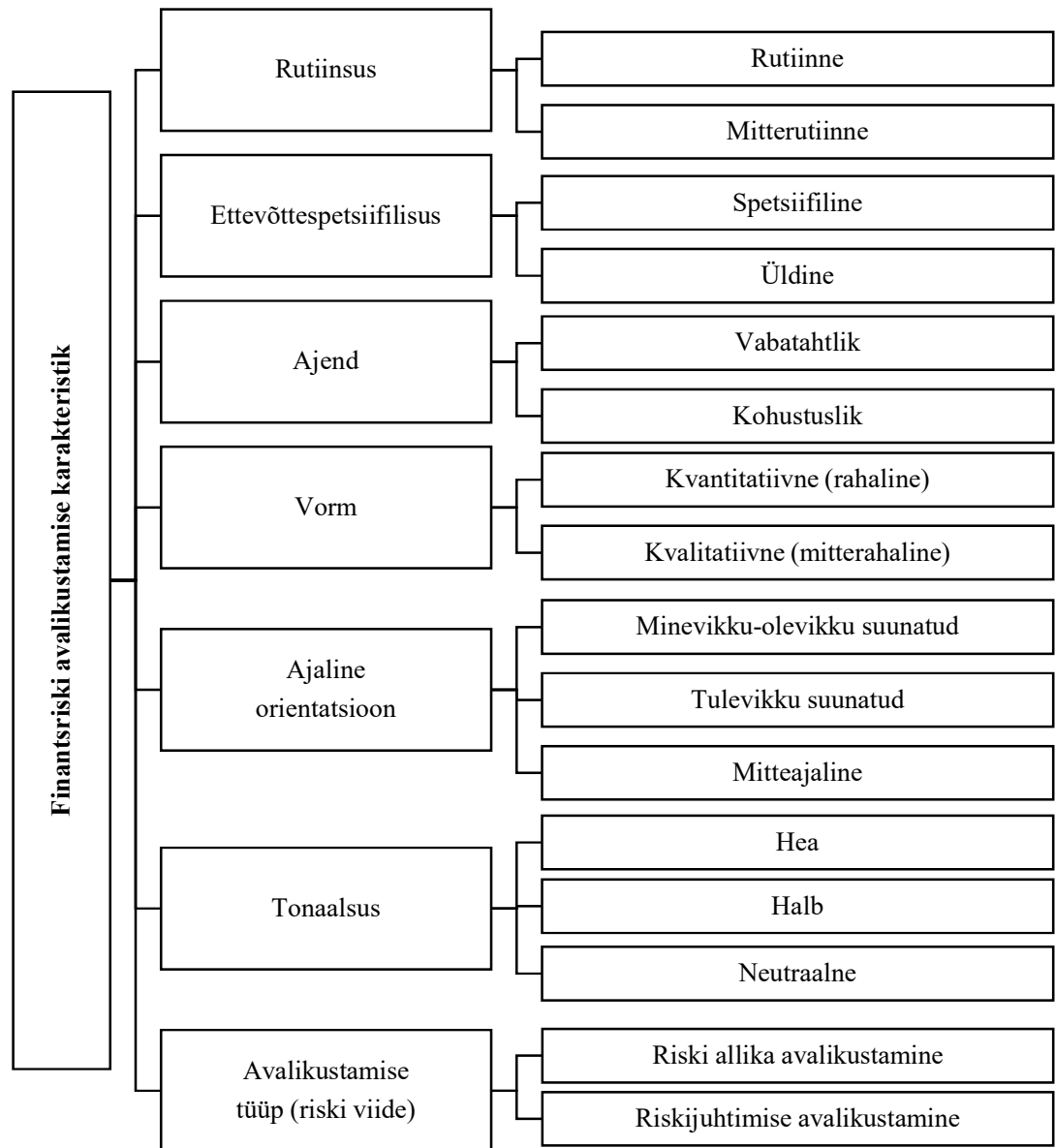
Intressirisk (kirjanduses ka intressimäära risk) on „risk, et finantsinstrumendi õiglane väärtus või rahavood kõiguvad tulevikus turu intressimäära muutuste tõttu“ (Rahvusvaheline finantsaruandlusstandard ... : 24/15). „Intressimäära risk tekib bilansis kajastatud intressi kandvatel finantsinstrumentidel (näiteks laenudel, nõuetel ja väljastatud võlakirjadel) ning mõnedel bilansis kajastamata finantsinstrumentidel (näiteks mõnedel laenu andmise kohustustel)“ (Rahvusvaheline finantsaruandlusstandard ... : 24/21). Intressirisk seisneb Cabedo ja Tirado (2004: 188) hinnangul "raha hinna" variatsioonides. Intressiriski nähakse kirjanduses erinevalt eeltoodud riski kahepoolsest käsitlusest ka ainult kahjumi tekkimise riskis. Autorid Mazurina Mohd ja Taylor (2014: 17) näevad intressiriski situatsioonis, mis tuleneb varade ja kohustuste intressipõhimõtete mittevastavusest ning hõlmab intressimäära riski laenude võtmisel, intressimääraprofiili riski ja *swap*'e.

Muu hinnarisk on risk, et finantsinstrumendi õiglane väärtus või rahavood kõiguvad tulevikus (muude kui intressimäärariskist või valuutariskist tulenevate) turuhindade muutumise tõttu.. tõttu) (Rahvusvaheline finantsaruandlusstandard ... : 24/15, 24/21). Muu hinnarisk avaldub näiteks kaupade (tooraine) või aktsiate hinnamuutuses.

Info esitamise viisist sõltub lugeja arusaam loetavast tekstist või aruandest. Kuivõrd finantsriskid on (potentsiaalsele) investorile teave, mida otsustusprotsessis vajatakse, siis on aastaaruandes finantsriskide esitusviis oluline. Teoreetiliste ja empiiriliste uuringute põhjal on Elshandidy ja Shrives (2016: 470, 477-478) välja toonud, et riskiga seotud teave võib kas suurendada või vähendada tajutavat riski. Avalikustatud teave võib olla näiteks positiivse või negatiivse alatooniga, arvuliselt või jutustavalt väljendatud, selge sõnumiga või üldine ja paljasõnaline.

Finantsriskide avalikustamist on võimalik iseloomustada läbi erinevate karakteristikute. Joonisele 1 on autor koondanud ettevõtet puudutavate riskide avalikustamise karakteristikute kategooriad. Karakteristikud, mis on omased riskidele üldiselt, on omased ka selle alamliigile – finantsriskidele. Iseloomustamaks avalikustatud riske on võimalik hinnata teavet korduva või ajas muutuva esitusviisi (rutiinsuse), ettevõtte-

spetsiifilisuse, ajendi, vormi, ajalise orientatsiooni, tonaalsuse ja avalikustamise tüübi järgi.



Joonis 1. Finantsriskide avalikustamise karakteristikute jaotus kategooriatesse (Abraham, Shrives 2014: 93, Kolmatsui *et al.* 2016: 57); autori koostatud.

Võttes aluseks riskide avalikustamise ettevõttespetsiifilisuse on riske võimalik avalikustada nii ettevõttespetsiifiliselt kui üldiselt. Majanduses üldiselt või ka majandusharu ulatuses võivad Abraham, Shrivese (2014: 93) järgi olla mõned riskid samalaadsed, kuid nende avaldumine üksikettevõtetele on erinev tingituna

ettevõttespetsiifilistest teguritest (näiteks äritegevuse ulatus, asukoht, klientide ja tarnijate eripärad). Nende hinnangul on risk avalikustatud üldiselt ja mittespetsiifiliselt, kui ettevõtte avalikustatavaid andmeid teiste ettevõtetega sarnaselt.

Vormi alusel on võimalik riskide avalikustamise karakteristikud jaotada kvalitatiivset ja kvantitatiivset info sisaldavateks. Sellist jaotust kasutavad riski olemuse iseloomustamiseks näiteks oma töödes Miihkinen (2012: 444), Kolmatsui *et al.* (2016: 57), Linsley ja Shrives (2006), Marzouk (2016), Dobler *et al.* (2011). Tulenevalt finantsriski definitsioonist on kvantitatiivne info rahaliselt avalikustatav teave. Rahaliselt avalikustatav riskialane teave sisaldab Linsley, Shrives (2005) kohaselt andmeid, mis kvantifitseerivad riski mõju kas otseselt rahas. Samavõrd hinnatakse nende sõnul risk rahaliselt avalikustatuks kui aruande lugeja suudab avalikustamisest tulenevalt kvantifitseerida mineviku riski või potentsiaalse tulevase riski rahalise mõju.

Avalikustatud riskide ajalist orientatsiooni on võimalik hinnata läbi lause grammatilise kategooria: „olevik (situatsioon on ajalise lähtepunktiga samaaegne; minevik (situatsioon eelneb ajalisele lähtepunktile); tulevik (situatsioon järgneb ajalisele lähtepunktile) ja üldae (situatsioon on lähtehetke suhtes lokaliseerimata)“ (Erelt *et al.* 1993: 32). Majandusvaldkonna kontekstis on välja pakutud, et avalikustatud riskide ajaline orientatsioon avaldub kasutatud märksõnades. Tulevikku suunatud ehk eesootavate riskide märksõnadena ingliskeelses kirjanduses on nähtud järgmisi väljendeid: väljavaade (*outlook*), perspektiiv (*prospect*) võimalus (*opportunity*), ebakindlus (*uncertainty*). Ettevõtte juba teadaolev haavatus väljendub näiteks järgmistes märksõnades: oht (*hazard*, *danger*), kahju (*harm*), ähvardus (*threat*), kokkupuude (*exposure*), kaotus (*loss*) (Mazurina Mohd, Taylor 2014: 19). Samas ei ole alati üheselt selge, millise ajalise orientatsiooniga avalikustatud risk on. Ryan (2012: 297) leiab, et erinevus ajalooliste ja tulevikku suunatud riskide avalikustamises seisneb riski ulatuses, mitte olemuses. Konkreetsetel andmetel võivad olla nii ajaloolised kui ka tulevikku suunatud aspektid ning üldiselt kahte tüüpi avalikustamised täiendavad teineteist. Tulevikku suunatud teavet on võimalik avalikustada ka ajaloolise kogemuse järgi (näiteks stressitestid, kus võimalikud sündmused on vähemalt mõnevõrra sarnased varem toimunud sündmustega). (Ryan 2012: 297) Avalikustatud teave võib Beretta ja Bozzolani (2004) väitel sisaldada

ootusi tuleviku suhtes (prognoose), viiteid hetkeolukorrale või avalikustada riskidega kokkupuutel rakendatavaid meetmeid.

Riskide avalikustamise karakteristikute ajalisel kategoriseerimisel on käesoleva töö autori hinnangul oluline arvestada avalikustamise keele eripäradega. Näiteks ajale viidatakse eesti keeles nii verbi morfoloogiliste ajavormidega, osalt mitmesuguste verbitarindite ja ajamäärustega: pöördsonad ei ole ajalise vormi mõistes alati ühesed, olevikul ja tulevikul puudub tänapäeva eesti keeles tunnus ning morfoloogiline vorm (Erelt *et al.* ... 2007). Seetõttu võib finantsaruandluses kasutatud väljend „ettevõtte finantsriskideks on ...“ kajastada olevikku, minevikku või tulevikku suunatud riskiteabe avalikustamist.

Vastavalt avalikustatud riskide tonaalsusele võib infot liigitada negatiivseks ja positiivseks. Elshandidy ja Shrivessi (2016: 471) käsitluses on risk „halb“, kui on näidatud olukorra negatiivset külge, potentsiaalseid kadusid ning ähvardavaid asjaolusid. Avalikustatud riski negatiivsus väljendub näiteks sõnades: vastu (*against*), katastroof (*catastrophe*), väljakutse (*challenge*), langus (*decline*), vähenemine (*decrease*), ebaõnnestumine (*fail*), kaotus (*loss*), puudus (*shortage*), ähvardus (*threat*), võimetus (*unable*), ebakindlus (*uncertainty*), vastupidine (*reversed*) (Elshandidy, Shrivess 2016: 471). Samuti sellised väljendid nagu negatiivne (*negative*), hävima (*destroy*), ebasoodne (*adverse*), lahendamata (*unresolved*), ebaõnnestunud (*unsuccessful*), heitlik (*discourage*), lubamatu (*unauthorized*), ebapiisav (*insufficient*) (Jegadeesh, Wu 2013: 719; Kravet, Muslu 2013: 1110). „Hea“ peegeldab võimalikke kasumeid ja võimalusi. Avaldatud riski positiivsus väljendub näiteks järgmistes sõnades: võimalus (*chance*), mitmekesistama (*diversify*), kasum (*gain*), kasv (*increase*), tipp (tipptasemel, *peak*). (Elshandidy, Shrivess 2016: 471) Avalikustatud info positiivset tonaalsust rõhutavad ka märksõnad: soodne (*favorable*), tugev (*strong*), efektiivsus (*efficiency*) (Jegadeesh, Wu 2013: 719). Sarnaselt ajalisele orientatsioonile on avalikustatud riskide tonaalsuse hindamisel käesoleva töö autori arvates oluline aruande esitamise keele eripära.

Riskide avalikustamine on seotud ka avalikustamise ajendiga: avalikustamine toimub kas vabatahtlikult või kehtestatud regulatsiooni nõudmisel ehk kohustuslikult. Vabatahtlikuna avalikustatud riskidena on käsitletav selline teave, mille avalikustamine ei ole kohustuslik vastavalt kehtivale aruandlusstandardile (Denčić-Mihajlov, Spasić

2016: 30). Kohustuslik avalikustamine aitab Leuz ja Wysocki (2008: 68) hinnangul piirata turuosaliste asümmeetrilist teavet ning „erineb vabatahtlikust avalikustamisest, sest peab rääkima konkreetsetest rahavoogudest, kasumist, netovaradest ja omandiõiguse nõuetest, mitte ettevõtete tulevikuperspektiividest.” Aruandluseeskirjad ja avalikustamismõtted aitavad Leuz ja Wysocki (2008: 68) hinnangul muuhulgas finantsturge stabiliseerida ning piirata finantsmullide teket.

IFRS sätestab, et ettevõtte on kohustatud igat liiki finantsriski puhul avalikustama kvalitatiivse ja kvantitatiivse infona põhjaliku info iga finantsriski kohta, sh riskimäärad ning kuidas need tekivad; oma riskihalduse eesmärgid, metoodika ja protsessid ning riski mõõtmiseks kasutatavad meetodid (Rahvusvaheline finantsaruandlusstandard 7 ...). Samavõrd on reguleeritud aruandlus finantsriskide avalikustamisel ka US GAAP (*United States Generally Accepted Accounting Principles* – Ameerika Ühendriikide üldtunnustatud raamatupidamispõhimõtted) regulatsiooniga (Ryan 2012: 307). Käesoleva töö autor on finantsriskide avalikustamise kohustuslikku aspekti IFRS-i ning Nasdaq Tallinna börsi ettevõtete kontekstis analüüsinud oma varasemas finantsriskide avalikustamist käsitlenud uurimistöös (Hordo 2018).

Avalikustatud riske on võimalik iseloomustada riskile viitamise viisi alusel: kas aruandluses avalikustatakse riski allikas või riski juhtimine. Riski allikas on avalikustatud Lajili ja Zéghal (2005: 127) järgi siis, kui info hõlmab riski tüübi tuvastamist, selle tõenäosuse ja mõju suuruse avalikustamist. Riskijuhtimine on seevastu avalikustatud nende arvates siis, kui on kirjeldatud, kuidas ettevõtte reageerib nii ohtudele kui ka võimalustele. Riskijuhtimine hõlmab riskide vähendamise ja toimetuleku suutlikkuse määramist, protseduure ja strateegiaid.

Kokkuvõttes võivad olla finantsriskid järgmiste karakteristikutega: rutiinsed, mitterutiinsed; spetsiifilised, üldised; vabatahtlikud, kohustuslikud; rahalised, mitterahalised; minevikku-olevikku või tulevikku suunatud, mitteaegaliselt väljendatud; hea, halva või neutraalse tonaalusega; avalikustatakse riski allikas või juhtimine. Töö järgnevas osas tuuakse välja, millistele järeldustele on jõutud varasemates avalikustatud riskide karakteristikuid käsitlevates uurimistöödes. Käesolevasse peatükki koondatud avalikustatud finantsriskide karakteristikute definitsioonid ja määratlused on kasutusel töö empiirilises osas kodeerimisreeglistiku loomisel.

1.2. Ülevaade varasematest finantsriskide avalikustamise karakteristikuid käsitlevatest uurimustest

Riskide avalikustamise spetsiifikat on uuritud nii ettevõttespetsiifilisuse, riski avaldamise ajendi kui vormi osas. Lisaks on hinnatud aastaaruannetes esitatud riske puudutava teksti ajalist orientatsiooni, tonaalsust kui ka riski avalikustamise tüüpi. Järgnevalt esitatakse töös ülevaade peatükis 1.1 käsitletud riskide avalikustamise karakteristikute osas tehtud töödest ning järeldustest, mis on ülekantavad finantsriskidele kui ettevõtet puudutavate riskide alamliigile.

Riskide avalikustamise ettevõttespetsiifilisust uurides on varasemalt leitud, et aastaaruannetes on esitatud riskitegureid sümboolselt ning riskifaktorite esitamine ei ole ettevõttespetsiifiline, vaid on üldine. Aastaaruannetes avaldatud riskid ei ole omased konkreetsele aruandvale ettevõttele, vaid võivad mõjutada mistahes ettevõtteid või on seotud tööstusharu eripäraga (Abraham, Shrives 2014: 99). Lisaks on leitud, et ettevõtted avalikustavad riske teatava väljakujunenud rutiiniga. Rutiini all peavad Dillard *et al.* (2004: 511) silmas juhtide tavasid ehk viise „kuidas asjad on tehtud“. Üldiselt ja mittespetsiifiliselt (isegi sümboolselt) esitatud teave ning teiste samalaadsete ettevõtete jäljendamine, olemasolevate väärtuste, uskumuste ja tavade järgimine võimaldab Dillard *et al.* (2004: 513) hinnangul piirata avalikustatavat riski. Jäljendamine ja rutiinne esitusviis mõjutab seda, kas risk avalikustatakse, ning see on kooskõlas institutsionaalse teooriaga (Cormier *et al.* 2005: 32). Teiste ettevõtete avalikustatavate andmete skeemi jäljendamine viib Abraham, Shrivese (2014: 93) sõnul avalikustatud andmete üldisele ja mittespetsiifilisele esitamisele.

Beretta ja Bozzolani (2004: 279-280) tulemused näitavad, et ettevõtted avalikustavad pigem juhtimisega seotud mõtteid ja tulevikuootusi, kuid ei avalikusta konkreetseid riskijuhtimise valdkonna otsuseid ja tegevusi. Sellest järeldavad nad, et formaalselt infot küll avalikustatakse, kuid riske sisuliselt ei avalikustata. Uurides Suurbritannia toidutootjate 2002-2007. a aastaaruandeid jõudsid Abraham ja Shrives (2014: 100-101) tulemuseni, et erinevate perioodide aastaaruannetes esitatud riskide alane teave kattub ettevõtete aastaaruannetes erinevatel ajaperioodidel 57-100% ulatuses. Aastaaruanded ei peegelda riskitegurite muutuvat olemust ning enamikul juhtudel jääb aruannetes avalikustatud riskide info erinevatel ajaperioodidel ilma oluliste muudatusteta samaks.

Esineb ka üks-tühele esitatud teavet, kus sõnastust erinevate perioodide aruannetes ei muudeta vähimalgi määral. (Abraham, Shrives 2014: 93) Kravet ja Muslu (2013: 1110) leiavad, et riskide avalikustamisel puuduvad aruannetest lugejale kasulikud ettevõttespetsiifilised üksikasjad. Abraham ja Shrives (2014: 93) on põhjusena näinud ettevõtte juhtide soovi mis tahes kulude minimeerimiseks, mistõttu võivad juhid proovida manipuleerida andmete avaldamisega (näiteks piirata või pakkuda stereotüüpe).

Ajas muutuva või mittemuutuva avalikustatud riskiteabega on tihedalt seotud ka ettevõtete erinevates majandustsüklites või erinevates kriisides esitatud aruannete iseloom. Ntim *et al.* (2013) uurisid ajaperioodi 2002-2011 Lõuna-Aafrika börsiettevõtete näitel ehk perioodi enne ja pärast 2007-2008 ülemaailmset finantskriisi. Kokkuvõttes jõudsid nad kümneaastast perioodi hinnates tulemuseni, et aruandlus on ajaloolise, häid uudiseid avalikustava ja kvalitatiivse olemusega ning riskide avalikustamise praktikas märkimisväärset vahet kriisieelses, -aegses ning -järgses perioodil ei täheldatud (Ntim *et al.* 2013: 363). Riskide avalikustamist kriisiolukorras on uurinud Egiptuse kapitalituru näitel Marzouk (2016), kelle uurimistulemused erinevad Ntim *et al.* (2013) tulemustest. Marzouk (2016: 389) leiab, et ettevõtete kohandavad oma aruandlustavasid tingituna keskkonna muutusest ning aruannetes avalikustatud riskid erinevad nii ajalise orientatsiooni kui riskide avalikustamise vormi osas. Saksamaa ja Austria aktsiaturu ettevõtete 2004. ja 2008. a aruandeid analüüsides leidis Leitner-Hanetseder (2012: 16), et riskide avalikustamise kvaliteet majanduskriisi ajal 2008. a paranes.

Teatud juhtudel võib riskide avalikustamine olla ettevõttele kahjulik, sest ettevõttevälised pooled võivad avalikustatud teavet kasutades ettevõtte huve kahjustada (Cormier *et al.* 2005: 8-9). Sel põhjusel võivad ettevõtted Marshalli ja Weetmani (2007: 730) sõnul mitte soovida avalikustada teavet, mis on kas kaubanduslikult või poliitiliselt tundlik. Võrreldes teiste ettevõtet puudutavate riskidega (näiteks äri-, tegevus-, juriidiline või keskkonnarisk) avalikustatakse finantsriske mitmete uurimistulemuste (Lajili, Zeghal (2005: 133), Mazurina Mohd, Taylor (2014: 19)) põhjal enam ning selle põhjuseks peetakse avalikustamist nõudvatele regulatsioonide olemasolu. Vabatahtlikult aruandluses avalikustatud riskide kohta on Beretta, Bozzolan (2004) leidnud, et enamasti on need kvalitatiivselt esitatud ning need ei selgita riskitegurite potentsiaalset mõju. Varasemad uuringud (sh börsiettevõtetele keskenduvad uuringud) kinnitavad, et

ettevõtted avalikustavad rohkem kohustuslikku kui vabatahtlikku teavet (Kolmatsui *et al.* 2016: 66). USA, Kanada ja Saksamaa tööstusettevõtete esitatud aastaaruandeid uurides on Dobler *et al.* (2011: 13-14) leidnud, et aruannetes, mis on kõrgemal tasandil avalikustamise nõuetega reguleeritud (sealhulgas näiteks IFRS alusel), märkimisväärseid erinevusi riskide avalikustamise kvantiteedis ei esine ning need on ühtlased.

Avalikustatud riskide vormi osas (kvalitatiivne/kvantitatiivne või rahaline/mitterahaline teave) on leitud, et kvalitatiivne riski avalikustamine on oluliselt rohkem levinud kui kvantitatiivne avalikustamine (Dobler *et al.* 2011: 10; Abraham, Shrives 2014: 99). Mitterahaliselt avalikustatud riskide arv on Linsley, Shrives (2006 : 398) järgi oluliselt suurem kui rahaliste riskide avalikustamiste arv. Eelnevaid tulemusi kinnitab ka varasem Kolmatsui *et al.* (2016: 66) uurimus Nasdaq OMX Balti börsiettevõtete ja Euronext Brussels kohta, kus kvalitatiivne info oli mõlemal vaadeldud turul ülekaalus. Linsley ja Shrives (2006: 398), kes uurisid Suurbritannias mittefinantsettevõtete aastaaruandeid, arvavad, et selline olukord on seotud riskitaseme mõõtmise probleemiga. Arvatakse, et see on seotud juhtkonna suutmatusega, mitte soovimatusega, avalikustada riske rahalises vääringus (Linsley, Shrives 2006: 398). Perioodist, mil ettevõtted on muutunud kontrollimatute riskide suhtes haavatavamaks on leitud ka vastupidised tulemusi. Näiteks leiab Marzouk (2016: 389) Egiptust 2011. a tabanud poliitiline kriisi taustal erinevusi kriisi eelsete ja järgsete aruannete avalikustatud andmete vahel. Kriisiaegsete aruannete analüüsil on rahaliselt väljendatud riskid mitterahaliselt väljendatud riskidega võrreldes ülekaalus. Võimaliku põhjusena toob Marzouk (2016: 389) välja, et kuivõrd kriisi tõttu on kasumid vähenenud, siis avalikustatakse rahalisi asjaolusid enam, et madalat tulemuslikkust omistada välistele teguritele, näiteks poliitilisele ebastabiilsusele ja ebakindlusele ning ülestõusuga seotud julgeolekuprobleemidele.

Avalikustatud riskide hindamisel ajalise mõõtme alusel on saadud mõneti vastuolulisi tulemusi. Nasdaq OMX Balti börsiettevõtete ja Euronext Brussels 2013. a majandusaasta aruannete andmetel tehtud uurimus kinnitas, et enamus riskiga seotud teabest on avalikustatud olevikku või minevikku vaatavalt. (Kolmatsui *et al.* 2016: 66) Itaalia börsiettevõtete aruandeid uurides on samale järeldusele jõudnud ka Beretta ja Bozzolan (2004: 277-278), seejuures märgivad nad, et tulevikku suunatud riskidega toimetulekut kirjeldatakse veelgi vähem, kui võimalikke avalduvaid riske. Juhul kui tulevased riskid

ka avalikustatakse, ei soovita avalikustada seda, kas nende mõju on tõenäoliselt positiivne või negatiivne. Nad näevad, et sellise kommunikatsioonikäitumisega kaotavad aastaaruanded välisinvestorite ja teiste sidusrühmade jaoks oma asjakohasuse. Tulevikku vaatav riskiinfo on sisuliselt ebakindel teave, mistõttu juhtkond Linsley ja Shrivese (2005: 212-213) sõnul kardab sellise ebausaldusväärse info kasutamisest tulenevaid potentsiaalseid kahjunõudeid. Dobler *et al.* (2011: 15-17) toovad välja, et riskianalüüsi ja juhtimise kvantitatiivse prognoosimisega ning tulevikku suunatud teabega on probleeme erinevates riikides, sh USAs, Kanadas, Suurbritannias ja Saksamaal.

Kuigi paljud uurimused kinnitavad, et avalikustatud riskid on oleviku- või minevikuvaatelised, siis on jõutud ka vastandlikele tulemustele: ettevõtted näitavad valmisolekut avaldada ka tulevikku suunatud riskiteavet. Näiteks märgivad Linsley ja Shrivese (2006: 398), et Suurbritannia ettevõtete aastaaruannetes on tulevaste riskide avalikustatav teave oluliselt suurem kui minevikku suunatud riskide avalikustamiste arv Egiptuses 2011. a. aset leidnud poliitilise kriisi mõju aruannetele on hinnanud Marzouk (2016), kes leiab, et tulevikku suunatud riskialast teavet on avalikustatud märkimisväärselt rohkem kui minevikuvaatelist. Marzouk (2016), kes leiab vastuolu varasemate uuringutega, toob välja, et poliitilise kriisi tõttu ettevõtted muudavad oma riskidest teatamise käitumise ja tavasid. Marzouk (2016: 390) toob välja, et suuremaid riske ja muutunud keskkonna kaasa toonud kriis kohustab ettevõtteid kohanema ja esitama teistsuguseid aruandeid.

Avalikustatud riskide tonaalust (positiivne-negatiivne-neutraalne) hinnates on leitud, et Nasdaq OMX Balti börsiettevõtete ja Euronext Brussels aruannetes on ettevõtted avalikustanud riske enamasti neutraalses vormis (Kolmatsui *et al.* 2016: 66). Neutraalsete avalikustamiste osas võib Beretta, Bozzolani (2004: 277-278) järelduse järgi näha seost tulevikku suunatud avalikustamisega – kui tulevikuriske avalikustatakse, siis tehakse seda ilma nende tulevikumõju hindamiseta. Verecchia (1983) leiab, et juhtkonna otsus infot avaldada või kinni pidada sõltub sellest, milline on avalikustamise mõju riskantse vara hinnale. Positiivsete uudiste valguses võib ettevõtte näiteks kaotada tulevastes rahavoogudes, sest turule võib lisanduda konkurente. Vastassuunaliselt mängib rolli negatiivse uudise avaldamine – konkurente ei lisandu. Seetõttu võib öelda, et teabe avalikustamine on seotud varjatud infokuludega.

Suurbritannia ettevõtete aastaaruannete analüüsil on leitud, et avalikustatakse nii halba, head kui neutraalset riskialast teavet. Uurides nende ettevõtete aastaaruandeid läbi erinevate ajaperioodide, on jõutud järeldusele, et halbade uudiste avaldamise tase on pidevalt madal võrreldes heade ja neutraalsete uudistega. Rajab ning Handley-Schachler (2009: 11, 13) ja Beretta ja Bozzolan (2004: 277-278) leiavad, et halva uudise avalikustamine on pigem juhuslik. Linsley ja Shrives (2006: 398) leiavad samuti, et avalikustatud heade riskide arv on märkimisväärselt suurem halbade riskide avalikustamisest. Refereerides eelnevaid uuringuid toovad Linsley ja Shrives (2006: 392) välja, et ettevõtted avaldavad tõenäolisemalt häid uudiseid ärivõimaluste ja riskijuhtimise süsteemide kohta, et kindlustada investorite olemasolu ja hõlbustada kapitali kaasamist, vähendada kapitali maksumust ning vältida ettevõtte maine kahjustamist.

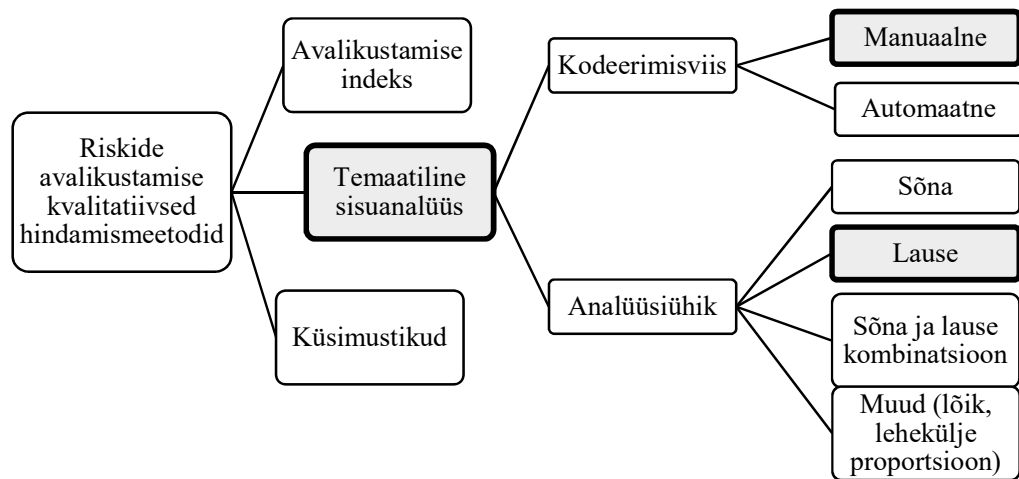
Riskile viitamise osas on jõutud varasemates töödes erinevatele tulemustele. On leitud, et ettevõtted avalikustavad enam riske endid kui nende juhtimist (Kolmatsui *et al.* 2016: 66). Dobler *et al.* (2011: 10) leiavad, et Kanada ja USA tootmisettevõtetes avalikustatakse riske ja selle faktoreid riskijuhtimisest enam, kuid Suurbritannias on riskide avalikustamisel ülekaal riskijuhtimisel. Saksamaa tööstusettevõtted avaldavad absoluutarvudes Suurbritannia ja Kanada ettevõtetega võrreldes küll rohkem riskijuhtimise alast teavet, kuid avalikustatud riski allikate ja riskijuhtimist kirjeldavate asjaolude proportsioonis märkimisväärset koguselist vahet ei ole. Malaisia ettevõtete kontekstis on Mazurina Mohd ja Taylor (2014: 22) finantsriskide avalikustamise osas jõutud tulemusele, et finantsriskide juhtimist kirjeldavaid asjaolusid ja poliitikaid avalikustatakse enam kui riski allikaid.

Empiirilistes töödes on jõutud erinevatele tulemustele, kuid kokkuvõttes saab riskide avalikustamise alase kirjanduse põhjal öelda, et teatud seisukohad riskide karakteristikute osas on ülekaalus. Kandes riskide avalikustamise karakteristikute käsitlemise üle käesoleva töö fookuses olevatele finantsriskidele, siis võiks ettevõtete avalikustatud finantsriskidele varasemate uurimistööde alusel olla omased järgmised prevaleerivad karakteristikud:

- Finantsriskid avalikustatakse väljakujunenud rutiiniga;
- Avalikustatud finantsriskid on üldised ning ei ole ettevõttele ainuomased (ettevõttespetsiifilised);
- Finantsriskide osas on avalikustatud kohustuslik teave;

- Avalikustatud finantsriskid on kvalitatiivse loomuga;
- Avalikustatud finantsriskide alane teave on tonaalsuselt hea või neutraalne, halbu uudiseid ei avalikustata;
- Avalikustatakse finantsriskide allikad, mitte finantsriskidega toimetuleku protsesse ja meetmeid (riskijuhtimist).

Riskide alase teabe avalikustamine on oma laadilt abstraktne ning ühtset meetodit avalikustatud riskide avalikustamise mõõtmiseks ei ole (Kolmatsui *et al.* 2016: 54-55). Joonisele 2 on autor koondanud riskide avalikustamise karakteristikute hindamiseks kasutatavad võimalikud analüüsimeetodid. Aruannetes avalikustatud riskide uurimisel on kasutusel kolm erinevat meetodit: temaatiline sisuanalüüs, indeksid ning küsimustikud.



Joonis 2. Riskide avalikustamise uurimismeetodid (Linsley, Shrives 2006, Elshandidy *et al.* 2018; Kravet, Muslu 2013; Beattie *et al.* 2004); autori koostatud.

Sisuanalüüsi kõrval on riskide alase teabe mõõtmiseks vähemal määral kasutusel riskide avalikustamise indeksid ning asjakohastel küsimustikel põhinevad analüüsimeetodid (Elshandidy *et al.* 2018: 56). Riskide avalikustamise indeks ehk regressioonimudel põhineb riski avalikustamisena klassifitseeritava teabe kogusel, sagedusel ja tihedusel. Mudelit on kasutatud riskide avalikustamise ulatuse, kvaliteedi ja ettevõtete efektiivsuse seoste uurimisel. (Beretta, Bozzolan 2004) Elshandidy *et al.* (2018: 56) järgi on küsimustikud riskide avalikustamise hindamisel kasutusel vähesel määral ja ajaliselt varasemates uuringutes.

Aruannetes avalikustatud riskide uurimisel on standardanalüüsiks kujunenud sisuanalüüs. (Elshandidy *et al.* 2018: 56). Seejuures kasutatakse kvalitatiivseid meetodeid, mis võimaldavad süstematiseerida ja kodeerida erinevat tekstilist, visuaalset ja muud teavet. Seejärel analüüsitakse süstematiseeritud ja kodeeritud tulemusi matemaatiliste ja statistiliste meetoditega. (Kolmatsui *et al.* 2016: 54-55)

Viimasel ajal on manuaalse sisuanalüüsi kõrval kasvanud tekstiandmete automatiseeritud analüüsi kasutamine Kravet, Muslu (2013). Seejuures kasutatakse tekstianalüüsi tarkvara või kohandatud arvutiprogrammi tekstiandmete analüüsimiseks (Nath Sexena *et al.* 2017: 16). Automatiseeritud analüüsi on kritiseeritud ning on Beattie *et al.* (2004: 221) leidnud, et võrreldes käsitsi kodeerimisele, suudavad süsteemid tulevikku suunatud info avalikustamisest õigesti tuvastada näiteks ainult 55% juhtudest. Kravet ja Muslu (2013: 1111-1112) näevad riskide tonaalsuse hindamisel automatiseeritud analüüsi süsteemseid puudusi ning vajadust täiendada teksti klassifitseerimise süsteeme. Kolmatsui *et al.* (2016: 56) märgivad erinevatele autoritele viidates, et manuaalse analüüsimeetodi puhul hinnatakse lausete tähendust paremini ning sellise analüüsi puhul töötatakse läbi terve välisele infotarbijale suunatud aruanne, mis suurendab hindamise usaldusväärsust.

Enamikes riskide avalikustamist käsitlevates töödes on kasutatud sisuanalüüsi puhul asjakohaste sõnade või väljendite loendamist (Beattie *et al.* 2004: 211-212). Analüüsiühikuna kasutatakse sõnu (näiteks Elshandidy ja Shrives 2016), lauseid (näiteks Beretta ja Bozzolan 2004, Linsley ja Shrives 2006, Kolmatsui *et al.* 2016, Ntim 2013) või nende kahe kombinatsioone (näiteks Miihkinen 2012). Kuigi sõnu saab tehniliselt väga täpselt arvestada, ei saa neid Milne ja Adler (1999: 243) sõnul tõlgendada ja kodeerida ilma lause kontekstita. Linsley ja Shrives (2006: 393) toovad välja, et meetod, kus loendatakse vaid sõnu ilma lausete konteksti interpreteerimata, ei ole aktsepteeritav meetod. Nende hinnangul peab analüüsiüksus olema sisukas nii kodeerimiseks ja loendamiseks. Laused sobivad tähenduse leidmiseks, on hõlpsalt tuvastatavad ning „vähem subjektiivsed subjektide vaheliste variatsioonide suhtes“ (Krippendorff 1980, viidatud Haniffa, Cooke (2005: 405) vahendusel). Milne, Adler (1999: 243) on jõudnud järeldusele, et juhul, kui uuritakse puhtalt narratiivset teksti, siis peetakse lausete loendamist riskide avalikustamise uurimisel usaldusväärseimaks analüüsiühikuks.

Sisuanalüüs on vältimatult subjektiivne. Seetõttu peab kodeerimismeetod olema järeluste tegemiseks usaldusväärne (Dobler *et al.* 2011: 8). Erinevad autorid selgitavad, et selleks, et risk oleks avalikustatud, ei pea sõna „risk“ tekstis olema avalikustatud (st, et loeb mõte); risk loetakse avalikustatuks, kui see on esitatud selgelt ja konkreetselt (Linsley ja Shrives (2006: 402); Kolmatsui *et al.* (2016: 56)). Samas nähakse, et akadeemilises kirjanduses puuduvad andmed, millele võiks riskide avalikustamise uurimisel tugineda andmete „kodeerimise võrk“ (Linsley, Shrives 2006: 393). Andmete kodeerimise reeglites (*coding rules*) või otsustamisreeglites (*decision rules*) on töö autor leidnud erinevat kasutatud metoodikat. Näiteks Linsley ja Shrives (2006: 402) kirjeldavad, et kui lausel on rohkem kui üks võimalik liigitus, liigitatakse teave kategooriasse, mida on lauses kõige rohkem rõhutatud. Seevastu Kolmatsui *et al.* (2006: 56) kasutab sellisel puhul mitmekordset avalikustatud riskide registreerimist: loendatakse iga võimalik klassifikatsioon.

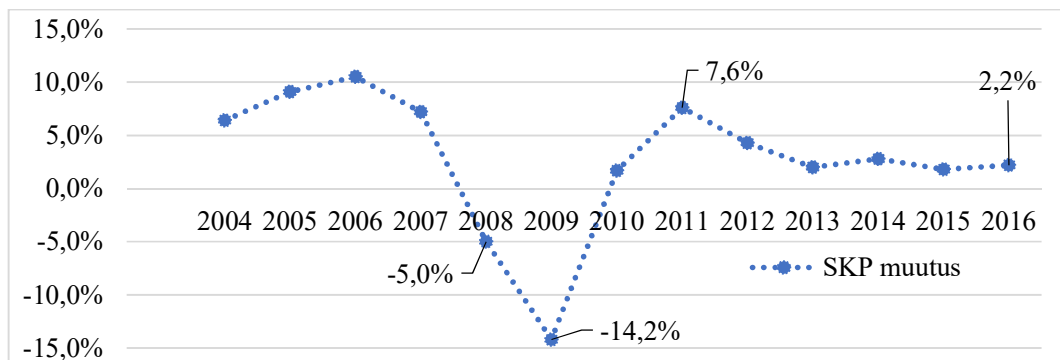
Töö järgmises osas selgitatakse välja, millised on Nasdaq Tallina börsi põhinimekirja ettevõtete majandusaasta aruannetes avalikustatud finantsriskide karakteristikud. Kirjeldatakse uurimistöö valimit, kasutatavat metoodikat (sealjuures täpsustakse kodeerimisreeglistikku) ning viiakse läbi avalikustatud finantsriskide analüüs ja esitatakse järeldused.

2. NASDAQ TALLINNA BÖRSI EMITENTIDE MAJANDUSAASTA ARUANNETES AVALIKUSTATUD FINANTSRISKIDE KARAKTERISTIKUTE EMPIIRILINE ANALÜÜS

2.1. Valim ja metoodika

Töö autor seadis eesmärgiks välja selgitada, millised on Nasdaq Tallina börsi põhinimekirja ettevõtete majandusaasta aruannetes avalikustatud finantsriskide karakteristikud. Eesmärgi saavutamiseks viiakse läbi manuaalne lausetepõhine sisuanalüüs, mille käigus hinnatakse avalikustatud finantsriski riski liigi, rutiinse esitusviisi, ettevõtte-spetsiifilisuse, vormi ning riski viite aspektist. Analüüsi esemeks on viie Nasdaq Tallina börsi ettevõtte 2008., 2009., 2011. ning 2016. a aastaaruanded.

Järgnevalt on esitatud täiendavad selgitused valimi ja metoodika kohta, tehtud kitsendused ning valiku põhjendused. Konkreetsed aastad on analüüsi valitud selleks, et hinnata kuivõrd välise majanduskeskkonna muutused avalikustatud finantsriskide karakteristikuid mõjutavad. Majanduskeskkonna muutus väljendub muuhulgas majanduskasvus või -languses, mistõttu kasutatakse töös majanduskeskkonna muutuste kirjeldamiseks Eesti Panga poolt avalikustatud sisemajanduse koguprodukti (SKP) muutuse näitajaid (vt joonis 3). Erinevad aastad on valitud töösse hindamaks majandusaasta aruannete muutumist ajas: majanduskriisi ajal 2008. a ja 2009. a, selle järgselt majanduskasvu perioodil 2011. a ja majanduse stabiliseerumisel 2016. a. Viimased kättesaadavad andmed olid 2016. a majandusaasta aruanded.



Joonis 3. SKP muutus perioodil 2004-2016 (Eesti majanduse ... 2018); autori koostatud.

Tallinn Nasdaq börsi põhinimekirja oli seisuga 22.02.2018 kantud 15 ettevõtet. Valimit koostades elimineeriti ettevõtted, mis ei olnud kogu uurimisperioodi (aastad 2008, 2009, 2011 ja 2016) ulatuses börsil noteeritud: AS PR Foods, EFTEN Real Estate Fund III AS ja AS LHV Group. Korrigeeritud põhinimekirjast on liht-juhuvalimina loosi teel valitud viis ettevõtet. Analüüsi kaasati valitud ettevõtete majandusaasta aruanded aastatest 2008, 2009, 2011 ja 2016. Valimi ettevõtted koos majandusharu ning tegevusalaga on toodud tabelis 1.

Tabel 1. Analüüsi kaasatud börsiettevõtted.

Ettevõtte	Majandusharu	Tegevusala
AS Arco Vara (edaspidi Arco Vara)	Finantsteenused	Kinnisvaraarendus ja kinnisvaraga seonduvad teenused
AS Baltika (edaspidi Baltika)	Tarbekaubad	Rõivakaubandus
AS Ekspress Grupp (edaspidi Ekspress Grupp)	Tarbijateenused	Meedia ja kirjastamine
AS Tallink Grupp (edaspidi Tallink Grupp)	Tarbijateenused	Meretransport
Tallinna Kaubamaja Grupp AS (edaspidi Tallinna Kaubamaja)	Tarbijateenused	Jae- ja hulgikaubandus ning renditegevus

Allikas: (Majandusharud ... 2018, Emitendid ... 2018), autori koostatud.

Töös kasutatakse ettevõtete eestikeelseid kinnitatud ja auditeeritud majandusaasta aruandeid, mis on saadaval Nasdaq Tallinn börsi kodulehel *pdf*-failivormingus. Seega on andmed usaldusväärsed. Empiirilisse analüüsi kaasatakse 20 majandusaasta aruannet (viis ettevõtet ning neli aastat): kokku 1644 lehekülge tekstilist ja arvulist materjali. Kodeeritud andmete analüüsiks kasutatakse tarkvara *Microsoft Excel*.

Peatükis 1.1. toodud võimalikest riskide karakteristikutest on finantsriskide avalikustamise karakteristikute empiirilisse analüüsi kaasatud riski aluse, ettevõttespetsiifilisuse, vormi ja avalikustamise viite aspektid (vt joonis 1, lk 12). Käesoleva töö empiirilises osas ei ole uuritud Nasdaq Tallinna börsi avalikustatud finantsriskide esitamise lingvistilist (st tonaalsust ja ajalist orientatsiooni) ning avalikustamise regulatsioone (st avalikustamise ajendit) puudutavaid aspekte. Nimetatud lingvistiliste karakteristikute osas puudub autori hinnangul selge väljakujunenud kodeerimisreeglistik, mis sobiks eestikeelsete aruannete kodeerimiseks. Avalikustamise ajendi osas nõuaks karakteristikute analüüs eelnevat aruannete kvaliteedianalüüsi (s.h aruannetele kehtestatud nõuete kaardistamist).

Autor kasutab uurimisprobleemi lahendamiseks aruannete sisuanalüüsi, mis on kujunenud peamiseks riskide avalikustamisel kasutatavaks meetodiks (Elshandidy *et al.* 2018: 56). Arvestades teoreetilises osas toodud kriitikat automatiseeritud sisuanalüüsi osas ning samuti asjaolu, et kõik Nasdaq Tallinna börsi emitentide aastaaruanded ei ole kättesaadaval arvuti otsimootoriga töödeldaval kujul (näiteks on *pdf*-failides skaneerituna), on töö autor kasutanud manuaalset sisuanalüüsi. Meetodi ning analüüsiühikute valikul nõustub töö autor seisukohtadega, kus lauseid peetakse mõtte kandjaks (näiteks Linsely ja Shrives (2006), Kolmatsui *et al.* (2016) ning Mazurina Mohd ja Taylor (2014)). Seetõttu kasutab autor analüüsiühikuna sõnade asemel lauseid – finantsriskide avalikustamise hindamisel on analüüsiühikuks finantsriskide alast teavet sisaldava lause.

Ettevõtete aastaaruannete teksti kodeerimisel kasutab autor peatükis 1.1 toodud avalikustatud finantsriskide karakteristikute definitsioone. Erinevate autorite poolt konkreetsetele finantsriskidele antud definitsioonides omavahelist ebakõla autor tuvastanud ei ole. Samas on oluline jälgida defineerimise konteksti. Hinnates aastaaruannetes avalikustatud finantsriskide karakteristikuid tuleks esmajoones lähtuda (võimaliku) aruandlust reguleeriva dokumendi definitsioonist (näiteks IFRS). Erinevate autorite poolt sõnastatu avab finantsriski olemust täiendavalt. Kasutatavast sisuanalüüsi meetodist tuleneb hindamise subjektiivsuse oht, mistõttu on kodeerimisreeglitel oluline roll. Töö autor hindab, et kodeerimisreegleid täpselt järgides on võimalik subjektiivust vähendada ning teha töös olulisi järeldusi. Mitme nädala vältel toimunud

kodeerimisprotseduuris kontrollis töö autor kodeerimise stabiilsust erinevates aruannetes esinevate analoogsete lausete kodeeringute võrdlemisega. Erinevusi seejuures ei ilmnunud.

Aastaruannete teksti kodeerimisel on kasutatud Linsley ja Shrives (2006: 402), Kolmatsui *et al.* (2016: 56), Mazurina (2014:18) poolt koondatud järgmisi põhimõtteid:

- Loendatakse vaid finantsriske sisaldavaid lauseid.
- Sõna „risk“ ei pea olema lauses ilmtingimata välja öeldud. Finantsrisk on avalikustatud kui aruande lugejat on teavitatud mis tahes võimalikust ohust, kahjust või võimalusest, mis mõjutab ettevõtte finantsinstrumente.
- Viide finantsriskile peab olema avaldatud selgelt, konkreetselt. Kui avalikustamine on riski viitamisel liiga ebamäärane, siis seda ei kirjendata riski avalikustamisena.
- Lauseid, mis sisaldavad avalikustatud finantsriske, loendatakse ainult üks kord. Välja arvatud juhtudel, kui lauses on esitatud rohkem kui üks võimalik klassifikatsioon.
- Tabeleid (nii kvantitatiivsed kui kvalitatiivsed) interpreteeritakse selliselt, et iga tabeli rida võrdub ühe lausega. Pealkirjad on analüüsist elimineeritud.

Kuivõrd varasemad uurimused ei ava detailset kodeerimisreeglistikku, siis on töö autor pidanud vajalikuks kehtestada töös täiendavad kodeerimisreeglid. Seejuures on arvestatud finantsaruannete ülesehituse spetsiifikat: informatsioon on jaotatud sisu alusel peatükkidesse (näiteks põhjaruannetesse, lisadesse, juhtkonna aruandesse jne) ning hulgaliselt andmeid esitakse aruannetes tabelitena. Detaile täpsustavaid kodeerimisreegleid on järgmised:

- Kui tabelites esitatud andmed on esitatud selliselt, et aruandlusperioodile eelneva perioodi võrdlusandmed on esitatud eraldiseisva tabelina, siis loetakse esitatud andmeid vaid üks kord avalikustatuks. Võrdlusperioodi andmetabelitele pole esitatud tekstis eraldi viidet ega sissejuhatust, mistõttu kuuluvad need aruandeaasta infoga kokku. Täiendav tabel on seotud dokumendi tehnilise vormistusega (näiteks ei mahu võrdlusaastate veerud ühele leheküljele, mistõttu peetakse otstarbekaks võrdlusandmete eraldi tabelis esitamist).
- Risk on avalikustatud, kui see on otseselt väljendatud. Pealkiri on käesoleva töö autori hinnangul otsene väljendus ja info pealkirja alla koondamine on kirjutaja poolne info klassifitseerimine. Kui aruanne on struktureeritud selliselt, et mõni aruande osa on

pealkirjastatud otseselt finantsriskidele viitavalt (näiteks aruandes esitatud „Lisa 4 Finantsriskid“), siis on aruande kodeerimisel seda konkreetset osa interpreteeritud finantsriskide avalikustamisena. Seejuures on kodeeritud iga selle aruandeosa lause, välja arvatud pealkirjad ning blanketsed viited teisele aruande osale (näiteks aruandes eraldiseisev lause: „Vt lisa nr 5.“).

Igale finantsriski sisaldavale lausele määratakse kodeeringuna tunnus, mis viitab finantsriski ning karakteristiku liigile. Töö käigus ilmnis, et ettevõtete aastaaruanded sisaldavad ka sellist sedavõrd üldiselt esitatud infot, et aruande lugejal ei ole võimalik avalikustatud finantsriske klassifitseerida riski aluse järgi krediidi-, likviidsus-, intressi-, valuuta- ega hinnariskiks. Kuivõrd lugejale on otsesõnu finantsrisk avalikustatud, siis oleks selle info arvestamata jätmine eksitav. Seetõttu on autor kodeerimisel kasutusele võtnud finantsriskidele komplekselt viitavate lausete puhul lisakategooria – „üld-finantsrisk“. Analoogselt on loodud kategooria „üld-tururisk“ – lugejat on teavitatud tururiskist, kuid selle alamkategooriat määratleda avaldatud info põhjal ei ole võimalik. Tegemist ei ole töö teoreetilises osas välja toodud finantsriskidele lisanduvate alamliikidega, vaid andmete kodeerimisel loodud lisakategooriatega. Näited andmete kodeerimissüsteemi rakendamisest on toodud lisas 1.

Tabelis 2 on koondatud teooria ja uurimiseesmärkide põhjal loodud avalikustatud finantsriskide karakteristikute prognoos. Sealjuures on esitatud järelduste tegemise metoodika: millist suurust analüüsitakse ning selle tõlgendus.

Tabel 2. Tulemuste interpreteerimise metoodika.

Prognoos	Analüüsitava suurus	Kinnitab	Ei kinnita
Avalikustatud finantsriskid avaldatakse väljakujunenud rutiiniga	Ettevõtete ja aastate lõikes avalikustatud finantsriskide arv	Ei muutu, stabiilne	Muutub
Avalikustatud finantsriskid on üldised ning ei ole ettevõttele ainuomased (ettevõttespetsiifilised)	Kõigi aruannete „spetsiifiline-üldine“ omavaheline osakaal	„Üldiste“ arv suurem	„Spetsiifiliste“ arv suurem
Avalikustatud riskid on kvalitatiivse loomuga	Kõigi aruannete „kvalitatiivne-kvantitatiivne“ omavaheline osakaal	„Kvalitatiivsete“ arv suurem	„Kvantitatiivsete“ arv suurem
Avalikustatakse riskide allikad, mitte riskidega toimetuleku protsesse ja meetmeid (riskijuhtimist)	Kõigi aruannete „riski allikas-riski juhtimine“ omavaheline osakaal	„Riski allikas“ arv suurem	„Riski juhtimine“ arv suurem
Keskmine vastavate karakteristikute osakaal on omane kõikidele finantsriskidele	Karakteristiku osakaal ettevõtete ja aastate lõikes	Ei muutu; lähedane keskmisele	Muutub; erinevus keskmisest on märkimisväärne

Allikas: autori koostatud.

Kodeeritud andmete analüüsimiseks kasutatakse kirjeldava statistika meetodeid: keskmine, miinimum- ja maksimumnäitaja, standardhälve ja variatsiooniamplituud. Rutiinsus esineb avalikustatud finantsriskide puhul autori hinnangul juhul, kui võrdlusaastate avalikustatud finantsriskide arv ei muutu. Oluline on rõhutada, et käesolev töö ei esita valimi väiksuse tõttu avalikustatud finantsriskide ja majandustsükli korrelatsioonanalüüsi. Majanduskriis ning sellest väljumine on vaid taustinfo nägemaks, kas avalikustatud finantsriskide karakteristikutes esineb majandustsükliga seoses mustrit.

2.2. Avalikustatud finantsriskide karakteristikute analüüs

Käesolev peatükk keskendub aastaaruannete kodeerimisandmete analüüsile ning tulemuste interpreteerimisele ja teoreetiliste seisukohtadega kõrvutamisele. Esmalt käsitletakse finantsriskide karakteristikuid üldiselt. Seejärel liigutakse vastavalt teoreetilises osas toodule iga konkreetse finantsriski alamliigi juurde ning hinnatakse avalikustatud finantsriske rutiinsuse, ettevõtte-spetsiifilisuse, vormi ning riski viite alusel.

Aruannete järgi kodeeritud andmed koosnevad 2925 finantsriski sisaldavast lausest. Tabelis 3 on toodud kokkuvõte kõikidest kodeerimisel ja analüüsil saadud tulemustest kõikide aastate ja ettevõtete koondina (kodeeritud andmed on toodud lisas 2). Kui edaspidi kasutatakse töös väljendit „keskmine aruanne“, siis mõistetakse selle all kõikide aastate ja kõikide ettevõtete aruannete vastavat keskmist näitajat, kui ei ole märgitud teisiti.

Tabel 3. Avalikustatud finantsriskide karakteristikud, lausete arv keskmises aruandes (tk).

Karakteristik	Kokku	Keskmine	Standard-hälve	Mini-maalne	Maksi-maalne	Osakaal (%)
Finantsriskid kokku	2925	146	25,9	84	189	100,0
Finantsriski liik						
Krediidirisk	711	36	7,8	18	51	24,3
Likviidsusrisk	865	43	11,2	27	76	29,6
Üld-finantsrisk ¹	348	17	8,6	1	36	11,9
Tururiskid kokku, sh:	1001	50	18,4	26	90	34,2
Intressirisk	539	27	7,5	16	41	18,4
Valuutarisk	383	19	11,7	5	47	13,1
Muu hinnarisk	60	3	3,9	0	17	2,1
Üld-tururisk ²	19	1	1,7	0	5	0,6
Ettevõtte-spetsiifilisus						
Spetsiifiline	2475	124	23,0	74	167	84,6
Üldine	450	23	5,4	10	34	15,4
Vorm						
Kvalitatiivne	1898	95	18,1	48	131	64,9
Kvantitatiivne	1027	51	12,8	35	75	35,1
Riski viide						
Riski allikas	2029	101	17,7	66	134	69,7
Riski juhtimine	896	45	13,7	18	66	30,3

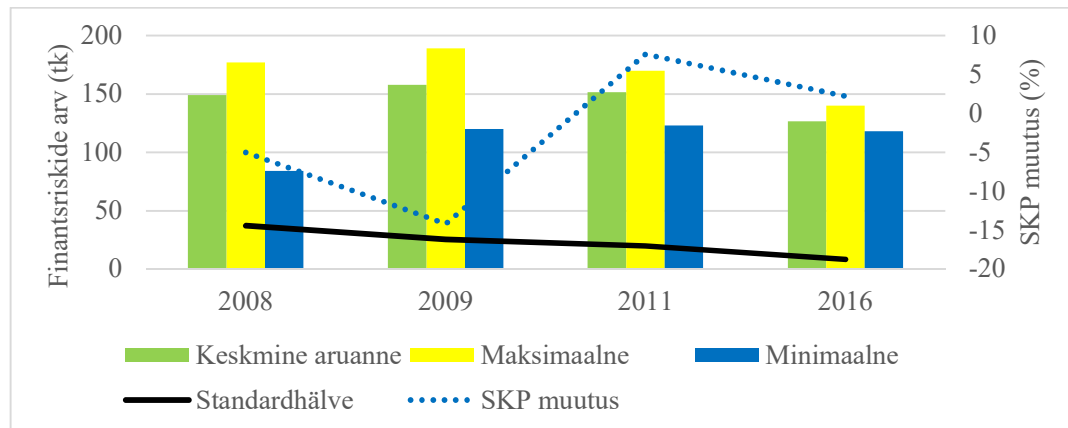
Allikas: autori arvutused.

Keskmises aruandes on avalikustatud finantsriske 146 lauses. Minimaalne avalikustatud finantsriskide arv ühes aruandes on 84 ja maksimaalne 189 lauset, standardhälve 25,9. Saadud tulemus näitab avalikustatud finantsriskide suurt varieeruvust. Vaadates avalikustatud finantsriskide koguarvu aastate lõikes, nähtub, et avalikustatud finantsriskide üldarvu erinevused vähenevad ning 2016. a aruannetes on need juba

¹ Vt üld-finantsriskide klassifikatsiooni kodeerimisreeglitiku kirjelduses lk 28.

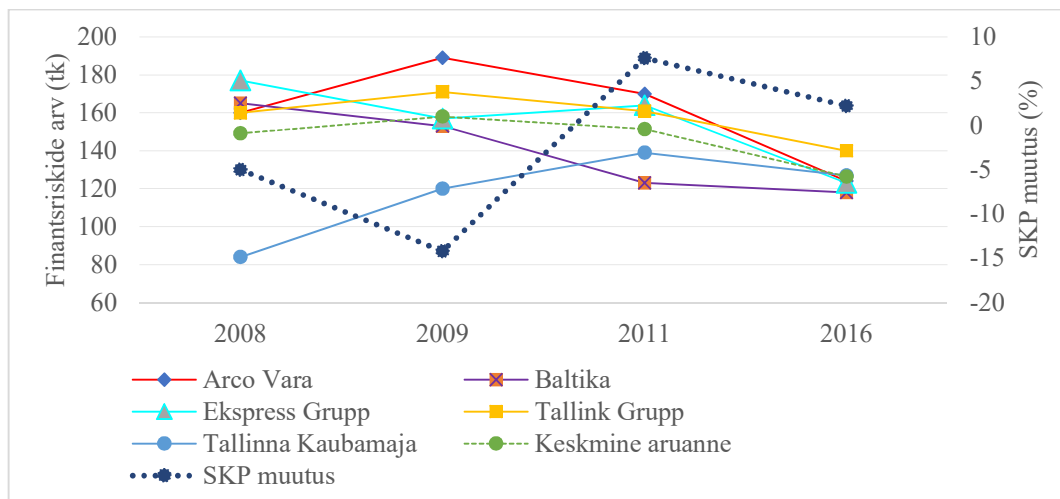
² Vt üld-tururiskide klassifikatsiooni kodeerimisreeglitiku kirjelduses lk 28.

suhteliselt sarnased (keskmine avalikustatud finantsriskide arv 126, standardhälve 8,3). Trendi illustreerib joonis 4. Kõik ettevõtted lähtuvad aruannete esitamisel IFRS nõuetest. Tulemused kinnitavad Dobler *et al.* (2011) seisukohti, et kõrgemal tasandil reguleeritud avalikustamise nõuded tagavad ühtlased ja avalikustatud riskide kvantiteedilt sarnased aruanded.



Joonis 4. Avalikustatud finantsriskide koguarv keskmises aruandes aastate lõikes (tk) (autori koostatud).

Kuivõrd valim on väike, siis avaldavad üksikud ettevõtte eripärad keskmistele tulemustele märgatavat mõju, seetõttu on võimalik ja vajalik tehtud järeldust kontrollida ka ettevõttepõhiselt. Joonisel 5 on toodud erinevate analüüsitud ettevõtete avalikustatud finantsriskide arv. Aastate lõikes keskmise aruande standardhälbe sedavõrd suur vähenemine (vt joonis 4) tuleneb Tallinna Kaubamaja tulemuste lähenemisest keskmisele: 2008. a oli Tallinna Kaubamaja aruandes avalikustatud finantsriske vaid 84 korral, seevastu teiste ettevõtete näitajad olid vahemikus 160-177.



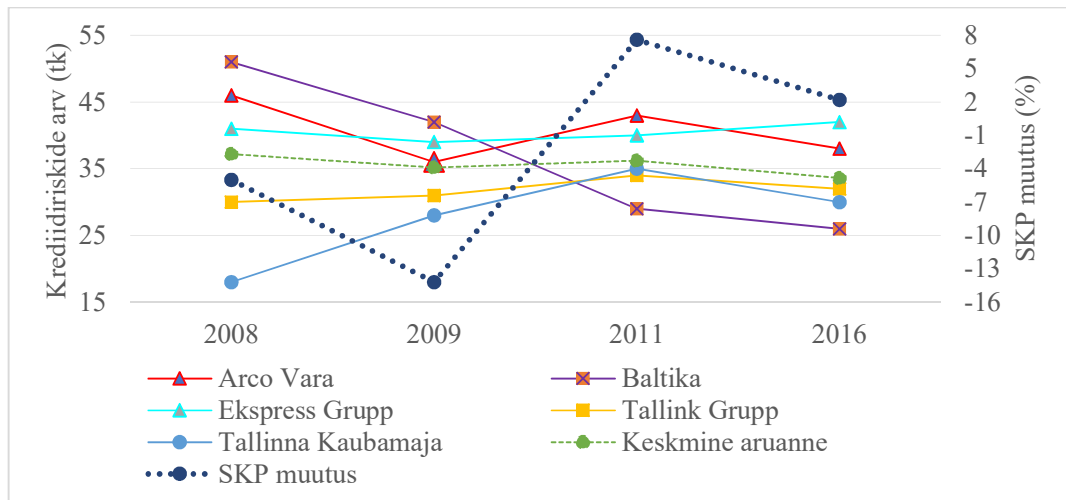
Joonis 5. Avalikustatud finantsriskide koguarv ettevõtete aruannetes aastate lõikes võrdluses SKP-ga (autori koostatud).

Olemasolevate andmete põhjal ei saa öelda, et SKP muutus omaks selget kindlasuunalist mõju avalikustatud finantsriskide arvule, kuivõrd seos ei kehti kõikide ettevõtte puhul. Samas näitavad kõikide ettevõtete näitajad langust avalikustatud finantsriskide arvus pärast majanduse stabiliseerumist (2016. a võrreldes eelmise vaadeldud perioodiga 2011. a).

Kõige rohkem on keskmises aruandes avalikustatud tururiske (50 korral), seejärel likviidsusriske (43 korral), krediidiriske (36 korral) ning konkreetse finantsriski kategooriasse mitteliigitatavaid üld-finantsriske (17 korral). Avalikustatud finantsriskide karakteristikute hindamiseks on järgnevalt analüüsitud karakteristikute jaotust detailselt iga konkreetse finantsriski liigi alusel.

Avalikustatud krediidiriskide arv keskmises aruandes aastate lõikes on stabiilne (vahemikus 34-37, keskmine 36), kuid väär oleks selle põhjal üldistada, et aruannetes on krediidiriskide avalikustamise püsiv, kuivõrd avalikustatud krediidiriskide arv ettevõtete ja aastate lõikes on suhteliselt muutuv (standardhälve keskmise aruande suhtes on 7,8). Tulemused on toodud joonisel 6. Enim muutuvad Arco Vara (keskmine 41, standardhälve 4,6), Baltika (keskmine 37, standardhälve 11,6) ning Tallinna Kaubamaja (keskmine 28, standardhälve 7,1) näitajad, teised ettevõtted on stabiilsemad. Sealjuures on krediidiriski avalikustamise koguarvu muutused ettevõtete vahel vastassuunalised, mistõttu keskmine aruanne näib aastate lõikes stabiilne. Krediidiriskide avalikustamise koguarv aastate

lõikes muutub keskmiselt 15,9% (s.o 6 lause võrra keskmise aruande korral võrreldes eelmise vaadeldud perioodiga). Stabiilsete krediidiriskide arvuga ettevõtetel (Ekspress Grupp ja Tallink Grupp) ei toimunud muutusi ka karakteristikute jagunemisel. Seetõttu võib järeldada, et neil ettevõtetel on avalikustatud krediidiriskid rutiinselt. Kuna kolme ettevõtte tulemused näitavad aruannete uuendamist, siis ei saa teha siinkohal lõplikku järeldust avalikustatud krediidiriskide rutiinse esitamise kohta. Kuigi SKP võiks krediidiriskide avaldamise arvu mõjutada, selget ühesuunalist seost ei nähtu.



Joonis 6. Avalikustatud krediidiriskide arv ettevõtete ja aastate lõikes võrdluses SKP-ga (autori koostatud).

Tabelis 4 on toodud keskmise aruande krediidiriskide jaotus ettevõttespetsiifilisuse, vormi ning riski viite karakteristiku osas (kodeeritud andmed on toodud lisas 3). Keskmine aruanne on avalikustatud krediidiriskide osas 91% ulatuses ettevõttespetsiifiline, üldiseks on keskmises aruandes liigutatud vaid 9% avalikustatud krediidiriskide teabest. Kuivõrd osakaalude erinevus on väike (standardhälve on väike 4,0 ja ekstreemumid on suhteliselt lähedased), siis keskmine osakaal on avalikustatud krediidiriskidele iseloomulik. Tulemus erineb teoreetilistest seisukohtadest, mille kohaselt avalikustatakse riske pigem üldiselt. Vastuolu võib tuleneda krediidiriskide olemusest: krediidiriskid on seotud rahaliste kaotustega, mis tulenevad lepingu osapoole suutmatusest oma kohustusi täita. Lepingulised suhted on aga ettevõttespetsiifilised.

Tabel 4. Krediidiriskide karakteristikute osakaal keskmises aruandes aastate lõikes (%).

Karakteristik		Osakaal	Minimaalne	Maksimaalne	Standardhälve
Ettevõtte-spetsiifilisus	Spetsiifiline	91,0	81,6	96,1	4,0
	Üldine	9,0	3,9	18,4	4,0
Vorm	Kvalitatiivne	56,3	45,2	69,4	8,5
	Kvantitatiivne	43,7	30,6	54,8	8,5
Riski viide	Riski allikas	77,1	58,5	90,2	10,1
	Riski juhtimine	22,9	9,8	41,5	10,1

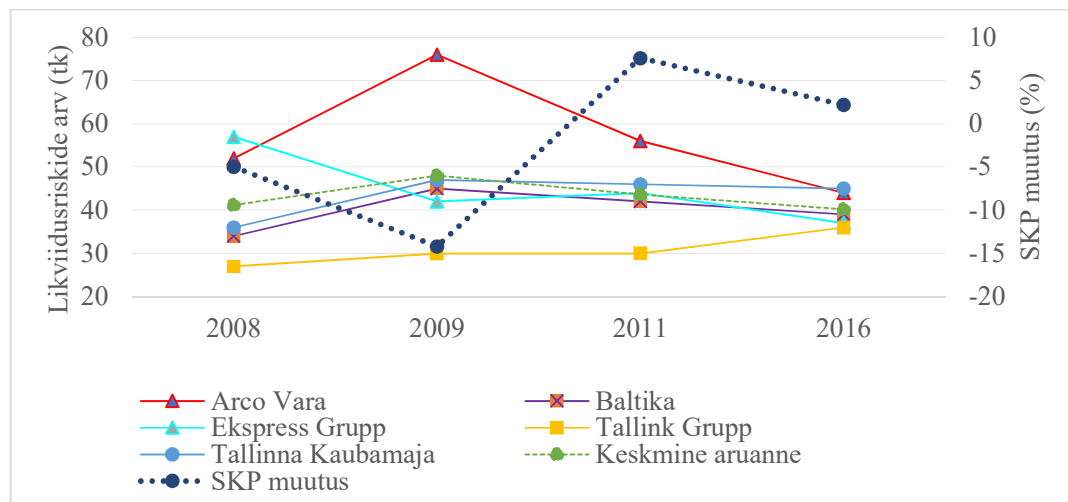
Allikas: autori arvutused.

Avalikustatud krediidiriskide vormi osas näitab analüüs, et enam on keskmises aruandes avalikustatud krediidiriske kvalitatiivselt (56,3%), kvantitatiivselt seevastu 43,7% (vt tabel 4). Aastate lõikes suurt erinevust vormi osakaaludes ettevõtete sees ei ole (v.a Arco Vara). Samas erinevad osakaalud ettevõtete lõikes arvestavalt (standardhälve 8,5), mistõttu ei ole selline omavaheline osakaal krediidiriskide üldistatult omane. Samas on tähelepanuväärne, et omavaheline proportsioon on vormi karakteristikutel oluliselt võrdsem kui näiteks Linsley, Shrivesi (2006: 397) tulemus (mitterahalised 94,7%, rahalised 5,3%), kuid nende uurimus keskendus kõikidele aastaaruannetes avalikustatud riskidele. Krediidiriskidel ei saa eristada ka prevaleerivat karakteristikut vormi osas: kolmel ettevõttel on ülekaalus kvalitatiivselt esitatud krediidiriskid, kahel kvantitatiivsed. Seega on tulemus ebaselge, kuigi krediidiriski definitsioonist võiks eeldada krediidiriskide pigem rahalist avalikustamist. Põhjus võib tuleneda krediidiriskide ja nende juhtimise protsesside sõnalisest (kvalitatiivsest) kirjeldamisest.

Avalikustatud krediidiriskide riski viite osas nähtub, et enam on keskmises aruandes avalikustatud riski allikaid (77,0%) (vt tabel 4). Aastate lõikes riski viite osakaalud erinevad ettevõtete sees, kuid trendi üldistada ei saa. Osakaalud erinevad ettevõtete lõikes arvestavalt (standardhälve 10,1), mistõttu ei ole omavaheline osakaal (77,1% ja 22,9%) krediidiriskidele üldistatult omane. Siiski on kõikides aruannetes esitatud krediidiriski allikaid rohkem kui juhtimist. Kokkuvõtvalt on avalikustatud krediidiriskid pigem spetsiifilised (91%) ning avalikustavad riski allika. Rutiinsuse ja kvalitatiivse või kvantitatiivse avalikustamisviisi osas on tulemused ebaselged.

Avalikustatud likviidsusriskide arv keskmises aruandes aastate lõikes varieerub: 2009. a näitaja tõuseb, seejärel on langevas trendis (vt joonis 7). Samas ettevõtete lõikes ei ole

nähtud trend omane kõigile (eristuvad Tallink Grupp ja Ekspress Grupp) ning seetõttu ka selget seost SKP-ga ei nähtu. 2016. a muutuvad ettevõtete aruanded likviidsusriskide avalikustamise arvult ühtlasemaks (keskmine 40, standardhälve 4,1). Likviidsusriskide avalikustamise koguarv aastate lõikes muutub keskmiselt 16,9% (s.o 7 lause võrra keskmise aruande korral võrreldes eelmise vaadeldud perioodiga) ning muutused leidsid aset kõikide ettevõtete aruannetes. Seetõttu võib järeldada, et likviidsusriske ei ole avalikustatud rutiinselt. Tulemus on teoreetiliste seisukohtadega vastuolus.



Joonis 7. Avalikustatud likviidsusriskide arv ettevõtete ja aastate lõikes võrdluses SKP-ga (autori koostatud).

Tabelis 5 on toodud keskmise aruande likviidsusriskide jaotus ettevõttespetsiifilisuse, vormi ning riski viite karakteristikute osas (kodeeritud andmed on toodud lisas 4). Keskmine aruanne on avalikustatud likviidsusriskide osas 84,9% ulatuses ettevõttespetsiifiline, üldiseks on keskmises aruandes liigutatud 15,1% avalikustatud likviidsusriskide teabest. Kuivõrd osakaalud varieeruvad (standardhälve on 7,1, variatsiooniamplituud on 25,5 protsendipunkt), siis keskmine osakaal ei ole avalikustatud likviidsusriskidele iseloomulik. Samas on kõikides aruannetes avalikustatud likviidsusriske pigem spetsiifiliselt (vähemalt 70,6% ulatuses likviidsusriskidest) ehk prevaleerib spetsiifilisus. Tulemus erineb teoreetilistest seisukohtadest, mille kohaselt avalikustatakse riske pigem üldiselt. Vastuolu võib tuleneda likviidsusriskide olemusest.

Tabel 5. Likviidsusriskide karakteristikute osakaal keskmises aruandes aastate lõikes (%).

Karakteristik		Osakaal	Minimaalne	Maksimaalne	Standardhälve
Ettevõtte-spetsiifilisus	Spetsiifiline	84,9	70,6	96,1	7,1
	Üldine	15,1	3,9	29,4	7,1
Vorm	Kvalitatiivne	63,6	47,2	78,6	8,7
	Kvantitatiivne	36,4	21,4	52,8	8,7
Riski viide	Riski allikas	65,8	51,9	72,7	6,4
	Riski juhtimine	34,2	27,3	48,1	6,4

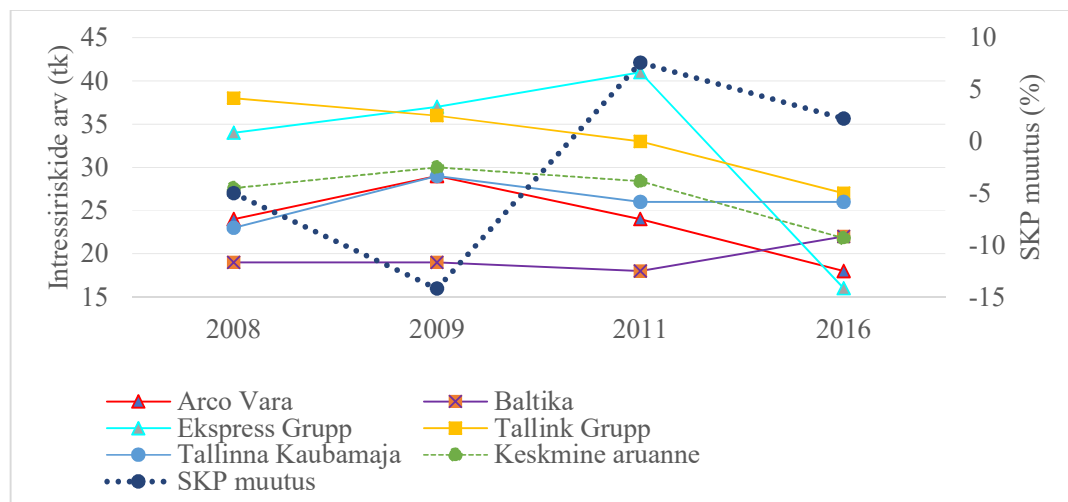
Allikas: autori arvutused.

Avalikustatud likviidsusriskide vormi osas näitab analüüs, et enam on keskmises aruandes avalikustatud likviidsusriske kvalitatiivselt (63,6%), kvantitatiivselt seevastu 36,4% (vt tabel 5). Aastate lõikes on ettevõtete sees märgatavad erinevused vormi osakaaludes (standardhälve 8,7). Seetõttu ei ole selline omavaheline osakaal likviidsusriskide üldistatult omane. 95% aruannetest avalikustab likviidsusriske kvalitatiivselt enam, mistõttu võib seda pidada prevaleerivaks karakteristikust. Põhjus võib tuleneda likviidsusriskide ja nende juhtimise protsesside sõnalisest (kvalitatiivsest) kirjeldamisest.

Avalikustatud likviidsusriskide riski viite osas nähtub, et enam on keskmises aruandes avalikustatud riski allikaid (65,8%) (vt tabel 5). Aastate lõikes riski viite osakaalud kolmes ettevõttes varieeruvad, kahes on pigem stabiilsed. Trendi sealjuures ei nähtu. Osakaalud aruannetes erinevad keskmisest (standardhälve 6,4), mistõttu ei ole omavaheline osakaal likviidsusriskidele üldistatult omane. Siiski on kõikides aruannetes esitatud likviidsusriski allikaid rohkem kui juhtimist. Kokkuvõtvalt on avalikustatud likviidsusriskid mitterutiinselt, pigem spetsiifiliselt (vähemalt 70%), kvalitatiivselt ning avalikustavad riski allika.

Avalikustatud tururiskide (sh intressi, valuuta- ja muu hinnarisk) arvud aastate lõikes muutuvad kõikides ettevõtetes (keskmine 50, standardhälve 18,4). Keskmiselt muutub näitaja 17,2% võrreldes eelmise perioodiga, s.o 9 lauset lause võrra keskmise aruande korral võrreldes eelmise vaadeldud perioodiga. Kuivõrd tururiskide ühisnimetuse alla koonduvad riskid on oma loomult väga erinevad, siis järgnevalt on analüüs läbi viidud iga konkreetse tururiski alamliigi kohta.

Avalikustatud intressiriskide arv keskmises aruandes aastate lõikes varieerub: 2009. a näitaja tõuseb, seejärel on langevas trendis (vt joonis 8). Samas ettevõtete lõikes ei ole nähtud trend omane kõigile ettevõtetele (näiteks Baltika näitaja 2016 tõuseb) ning seetõttu ka selget seost SKP-ga ei nähtu. 2016. a muutuvad ettevõtete aruanded intressiriskide avalikustamise arvult ühtlasemaks (keskmise 22, standardhälve 4,8). Avalikustatud intressiriskide arv ettevõtete ja aastate lõikes on suhteliselt muutuv (standardhälve keskmise aruande suhtes on 7,5). Intressiriskide avalikustamise koguarv aastate lõikes muutub keskmiselt 16,0% (s.o 4 lause võrra keskmise aruande korral võrreldes eelmise vaadeldud perioodiga) ning muutused leidsid aset kõikide ettevõtete aruannetes (seejuures suurimad muutused toimusid Arco Vara ja Ekspress Grupi aruannetes). Seetõttu võib järeldada, et intressiriske ei ole avalikustatud rutiinselt. Tulemus on teoreetiliste seisukohtadega vastuolus.



Joonis 8. Avalikustatud intressiriskide arv ettevõtete ja aastate lõikes võrdluses SKP-ga (autori koostatud).

Tabelis 6 on toodud keskmise aruande intressiriskide jaotus ettevõttespetsiifilisuse, vormi ning riski viite karakteristiku osas (kodeeritud andmed on toodud lisas 5). Keskmine aruanne on avalikustatud intressiriskide osas 88,2% ulatuses ettevõttespetsiifiline, üldiseks on keskmises aruandes liigutatud 11,8% avalikustatud intressiriskide teabest. Kuivõrd osakaalud varieeruvad (standardhälve on 7,7, variatsiooniamplituud 29,2 protsendipunkti) ning aastate lõikes ettevõtete sees muutuvad osakaalud märkimisväärselt, siis keskmine osakaal ei ole avalikustatud intressiriskidele iseloomulik. Samas on kõikides aruannetes avalikustatud intressiriske pigem spetsiifiliselt (vähemalt

70,8% ulatuses intressiriskidest), üldisi avalikustamisi oli väheselt määral (keskmiselt 3 lauset, ühes aruandes mitte ühtegi). Prevaleerib spetsiifilisus. Tulemus erineb teoreetilistest seisukohtadest, mille kohaselt avalikustatakse riske pigem üldiselt. Vastuolu võib tuleneda intressiriskide olemusest.

Tabel 6. Intressiriskide karakteristikute osakaal keskmises aruandes aastate lõikes (%).

Karakteristik		Osakaal	Minimaalne	Maksimaalne	Standardhälve
Ettevõtte-spetsiifilisus	Spetsiifiline	88,2	70,8	100,0	7,7
	Üldine	11,8	0,0	29,2	7,7
Vorm	Kvalitatiivne	65,4	50,0	84,2	10,2
	Kvantitatiivne	34,6	15,8	50,0	10,2
Riski viide	Riski allikas	77,7	62,5	100,0	9,6
	Riski juhtimine	22,3	0,0	37,5	9,6

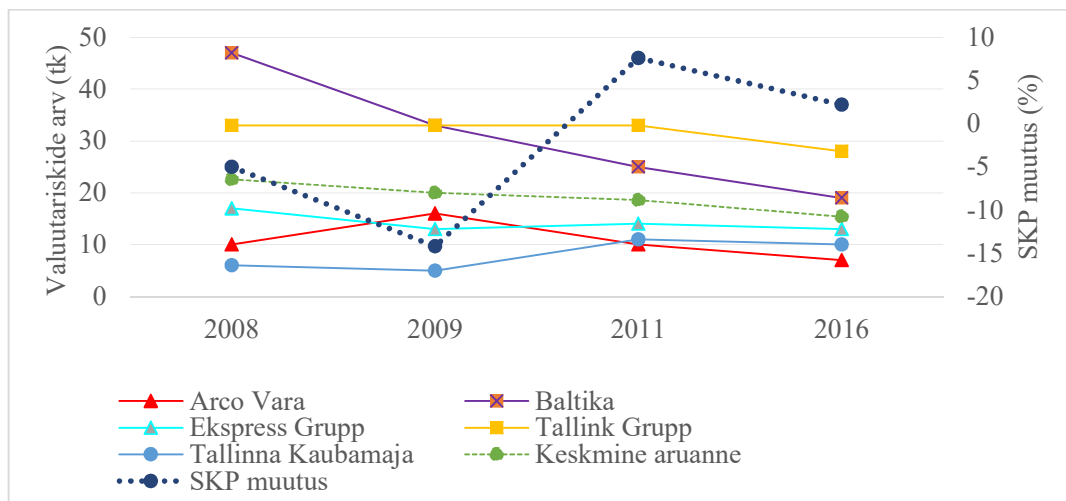
Allikas: autori arvutused.

Avalikustatud intressiriskide vormi osas näitab analüüs, et enam on keskmises aruandes avalikustatud intressiriske kvalitatiivselt (65,3%), kvantitatiivselt seevastu 34,7% (vt tabel 6). Aastate lõikes on märgatavad erinevused vormi osakaaludes (standardhälve 10,2). Aastate lõikes ettevõtete sees osakaalud kahes ettevõttes varieeruvad, kolmes on pigem stabiilsed. Seetõttu ei ole selline omavaheline osakaal intressiriskidele üldistatult omane. 100% aruannetest avalikustab intressiriske kvalitatiivselt enam, mistõttu võib seda pidada prevaleerivaks karakteristikuks. Põhjus võib tuleneda intressiriskide ja nende juhtimise protsesside sõnalisest (kvalitatiivsest) kirjeldamisest.

Avalikustatud intressiriskide riski viite osas nähtub, et enam on keskmises aruandes avalikustatud riski allikaid (77,7%) (vt tabel 6). Aastate lõikes riski viite osakaalud kolmes ettevõttes varieeruvad, kahes on pigem stabiilsed. Trendi sealjuures ei nähtu. Osakaalud aruannetes erinevad keskmisest (standardhälve 9,6, variatsiooniamplituud 37,5 protsendipunkti), mistõttu ei ole omavaheline osakaal intressiriskidele üldistatult omane. Siiski on kõikides aruannetes esitatud intressiriski allikaid rohkem kui juhtimist. Kokkuvõtvalt on avalikustatud intressiriskid mitterutiinselt, pigem spetsiifiliselt (vähemalt 70%), kvalitatiivselt ning avalikustavad riski allika.

Avalikustatud valuutariskide arv keskmises aruandes aastate lõikes varieerub (vahemikus 15-23, keskmine 19) ja on pidevas langustrendis. Intressiriskide avalikustamise koguarv aastate lõikes muutub keskmiselt 27% (s.o 5 lause võrra keskmise aruande korral

võrreldes eelmise vaadeldud perioodiga, standardhälve 11,7 keskmise aruande suhtes). Tulemused on toodud joonisel 9. Enim muutub avalikustatud valuutariskide arv Baltika (keskmine 31, standardhälve 12,1), märkimisväärselt ka Arco Vara (keskmine 11, standardhälve 3,8) ja Tallinna Kaubamaja (keskmine 8, standardhälve 2,9) puhul. Teised ettevõtted on stabiilsemad, kuid erinevate karakteristikute omavahelised osakaalud siiski muutuvad. Tallinna Kaubamaja avalikustatud valuutariskide arv on perioodil 2008-2009 teiste ettevõtetega võrdluses madalamal tasemel, 2011. a toimub valuutariskide avalikustamise märkimisväärne suurenemine (2009. a 5 lauset, 2011. a 11 lauset). Sellega läheneb Tallinna Kaubamaja keskmisele aruandele. Eestis tuli 2011. a Eesti krooni asemel käibe euro, mis valuutaga seotud riske võiks vähendada. Märkimisväärset valuutariskide avalikustamise langust see siiski 2011. a kaasa ei too, mis on seletatav sellega, et aruannetes selgitatakse eurole ülemineku aspekte ning sellega seotud riskide vähenemist. Seevastu 2016. a on valuutariskide avalikustamine languses. Tulemustest võib järeldada, et valuutariske ei ole avalikustatud rutiinselt. Tulemus on teoreetiliste seisukohtadega vastuolus. Intressiriskide avalikustamisel SKP-ga ühesuunalist seost ei nähtu.



Joonis 9. Avalikustatud valuutariskide arv ettevõtete ja aastate lõikes võrdluses SKP-ga (autori koostatud).

Tabelis 7 on toodud keskmise aruande valuutariskide jaotus ettevõttespetsiifilisuse, vormi ning riski viite karakteristiku osas (kodeeritud andmed on toodud lisas 6). Keskmine aruanne on avalikustatud valuutariskide osas 89,6% ulatuses ettevõttespetsiifiline,

üldiseks on keskmises aruandes liigutatud 10,4% avalikustatud likviidsusriskide teabest. Kuivõrd osakaalud varieeruvad (standardhälve on 8,0, variatsiooniamplituud on 23,5 protsendipunkt), siis keskmine osakaal ei ole avalikustatud valuutariskidele iseloomulik. Samas on kõikides aruannetes avalikustatud valuutariske pigem spetsiifiliselt (vähemalt 76,5% ulatuses valuutariskidest) ehk prevaleerib spetsiifilisus. Tulemus erineb teoreetilistest seisukohtadest, mille kohaselt avalikustatakse riske pigem üldiselt. Vastuolu võib tuleneda valuutariskide olemusest.

Tabel 7. Valuutariskide karakteristikute osakaal keskmises aruandes aastate lõikes (%).

Karakteristik		Osakaal	Minimaalne	Maksimaalne	Standardhälve
Ettevõtte-spetsiifilisus	Spetsiifiline	89,6	76,5	100,0	8,0
	Üldine	10,4	0,0	23,5	8,0
Vorm	Kvalitatiivne	73,6	35,7	100,0	21,8
	Kvantitatiivne	26,4	0,0	64,3	21,8
Riski viide	Riski allikas	80,6	60,0	91,5	8,3
	Riski juhtimine	19,4	8,5	40,0	8,3

Allikas: autori arvutused

Avalikustatud valuutariskide vormi osas näitab analüüs, et enam on keskmises aruandes avalikustatud valuutariske kvalitatiivselt (73,6%), kvantitatiivselt seevastu 26,4% (vt tabel 7). Aastate lõikes on ettevõtete sees märgatavad erinevused vormi osakaaludes (standardhälve 21,8). Seetõttu ei ole selline omavaheline osakaal valuutariskide üldistatult omane. 90% aruannetest avalikustab valuutariske kvalitatiivselt enam, mistõttu võib seda pidada prevaleerivaks karakteristikust. Põhjus võib tuleneda valuutariskide ja nende juhtimise protsesside sõnalisest (kvalitatiivsest) kirjeldamisest.

Avalikustatud valuutariskide riski viite osas nähtub, et enam on keskmises aruandes avalikustatud riski allikaid (80,6%) (vt tabel 7). Aastate lõikes riski viite osakaalud ettevõtetes varieeruvad, seejuures kõige enam Tallinna Kaubamajal (näiteks 2008. a oli riski allikat avalikustatud 66,7%, 2016. a 80%). Selget trendi osakaalude varieerumises ei nähtu. Osakaalud aruannetes erinevad keskmisest (standardhälve 8,3), mistõttu ei ole omavaheline osakaal likviidsusriskidele üldistatult omane. Siiski on kõikides aruannetes esitatud likviidsusriski allikaid rohkem kui juhtimist. Kokkuvõtvalt on avalikustatud valuutariskid mitterutiinselt, pigem spetsiifiliselt (vähemalt 76,5%), kvalitatiivselt ning avalikustavad riski allika.

Muu hinnarisk on aastaaruannetes avalikustatud kokku 60 korral (75% aruannetes), seejuures avalikustab Tallink Grupp 33, Ekspress Grupp 15, Baltika 8 ja Tallinna Kaubamaja 4 korral. Arco Vara muud hinnariski ei avalikusta (kodeeritud andmed on toodud lisas 7). Aastate lõikes on märkimisväärne koguseline erinevus vaid ühes ettevõttes (Tallink Grupp), teistel jääb see samaks. Hinnariski avalikustamisel kõigub spetsiifiliste ja üldiste avalikustamiste vaheline osakaal ettevõtete lõikes (spetsiifiliste osakaal 50-100%), aastate lõikes erinevust ei ole. Vormi osas on andmed kvalitatiivsed (94% ulatuses) ning kvalitatiivsete ja kvantitatiivsete andmete vahekord ettevõtte aastate lõikes ei muutu (v.a ühel ettevõttel). Riski viite osas prevaleerib riski allika avalikustamine (72,8% ulatuses), kuid näiteks Tallink Grupil on avalikustatud enam hinnariski juhtimist (72,9%). Aastate lõikes osakaalude suurt osakaalude varieerumist ei ole (v.a Tallink Grupp, kes on hinnariski juhtimist järjest enam avalikustanud). Kuna hinnariske on avalikustatud vähesel määral, siis jäävad autori hinnangul riski viite karakteristikud ebaselgeks.

Tururiske, mida ei olnud võimalik kategoriseerida ühegi tururiski alamliigi alla (klassifitseerid kui „üld-tururisk“) oli avalikustatud kokku 19 korral (kodeeritud andmed on toodud lisas 8). Neid on avalikustanud vaid kaks ettevõtet (Arco Vara ja Tallink Grupp). Aastate lõikes on avalikustamiste arv sama. Avalikustatud üld-tururiskid on pigem üldised (88,1%), avalikustatud 100% ulatuses kvalitatiivselt. Riski viite osas jäävad tulemused ebaselgeks, sest ühes üld-tururiske avalikustanud ettevõttel oli ülekaalus riskide allikate, teisel riskijuhtimise avalikustamine. Kuna karakteristikute osakaalud ning avalikustatud üld-tururiskide arv ei muutu, siis võib arvata, et selle finantsriski kategooria info on aastaaruannetes avalikustatud rutiinselt. Üld-tururiskid on aastaaruannetes esitatud tururiskide teemasse sissejuhatavana või kõikide ettevõtte puudutavate tururiskide kokkuvõtteks. Autori hinnangul võib asjaolu, et kõikides aastaaruannetest ei esitatud üld-tururiski alla klassifitseeritavat teavet, olla tingitud sarnase info konkreetsemast esitusviisist: tururiske avalikustati selliselt, et need olid lugeja poolt klassifitseeritavad konkreetse tururiski alamliigi alla.

Finantsriske, mida ei olnud võimalik kategoriseerida ühegi finantsriski alamliigi alla (klassifitseerid kui „üld-finantsrisk“) on aastaaruannetes kokku 348 (keskmises aruandes 17, standardhälve 8,6). Aastate lõikes on nende arv muutuv, kuid selget trendi ei nähtu

(kodeeritud andmed on toodud lisas 9). Kui jätta kõrvale Tallinna Kaubamaja väärtuste suuremahuline tõus (2008. a 1 ja 2016. a 15), siis on keskmine muutus 23,3%. Seetõttu saab hinnata, et aruanded üld-finantsriskide osas muutuvad ning ei ole rutiinsed. Üld-finantsriskide osakaalud on ettevõtte-spetsiifilisuse ja üldisuse hindamise kategoorias suhteliselt võrdses osakaalus. Keskmises aruandes on esitatud teave 49,5% ulatuses spetsiifiliselt, 50,5% ulatuses. Seejuures on erinevate ettevõtete sees ja aastate lõikes osakaalud erinevad (standardhälve 25,2), kuid seost SKP-ga näha ei ole. Üldisemalt oli teave esitatud Baltika (72,3%) ja Tallink Grupi (65,4%) aruannetes, teistel ettevõtetel oli ülekaalus spetsiifilised andmed.

Üld-finantsriskid on esitatud vormi mõttes kvalitatiivselt (keskmises aruandes on nende osakaal 91,5%). Riskile viitamise osas eristub üld-finantsriskide kategooria selgelt kõikidest teistest: riski allikaid on avalikustatud keskmises aruandes 38,4%, riski juhtimise aspekte 61,6% ulatuses. Autor näeb tulemuste võimaliku põhjusena seda, et üld-finantsriskid on aastaaruannetes esitatud finantsriskide teemasse sissejuhatavana või kõikide ettevõtet puudutavate finantsriskide kokkuvõttena. Sissejuhatav üldteave on oma olemuselt pigem jutustav ning rahalist väärtust sellele omistada ei saa. Aruande koostajad esitavad mõõdetava finantsriski juba konkreetse finantsriski koosseisus. Kuivõrd riskide juhtimise osakaal selles kategoorias oli märkimisväärselt suurem, siis võib arvata, et sissejuhatavalt ettevõtte finantsriskide juhtimist kirjeldatakse aastaaruannetes mitte alati ettevõtte-spetsiifiliselt ning kvalitatiivselt.

Kokkuvõtteks saab välja tuua avalikustatud finantsriskidele omased prevaleerivad karakteristikud kirjeldava statistika põhjal (vt tabel 8). Finantsriskide rutiinset esitamist majandusaasta aruannetes hinnati ettevõtete lõikes läbi erinevate aastate (2008, 2009, 2011 ja 2016). Hinnang anti erinevatel aastatel avalikustatud finantsriskide koguste võrdlemisel. Rutiinsus oleks autori hinnangul andmete avalikustamises ilmne, kui mittejärjestikuste võrdlusaastate avalikustatud finantsriskide arv ei muutuks. Avalikustatud likviidsus-, intressi-, valuutariskide osas aruannete rutiinsust ei tuvastatud ning lausete arvus toimus ajas muutumine. Ajas muutusid ka detailsemasse finantsriski kategooriasse mitteliigitatavad avalikustatud finantsriskide arvud (autor kasutas klassifitseerimiseks terminit „üld-finantsriskid“). Ebaselgeks jäi rutiinsuse aspekt krediidi- ja hinnariski puhul. Tururiskid, mis ei olnud klassifitseeritavad ühegi konkreetse

tururiski alamliigi alla (autor kasutas klassifitseerimiseks terminit „üld-tururiskid“) olid esitatud rutiiniga. Finantsriskide kontekstis ei leidnud kinnitust Dillard *et al.* (2004) järeldus andmete rutiinsest avalikustamisest. Samas nemad ei uurinud konkreetset finantsriskide profiili. Erineva tulemuse põhjuseks võib autori hinnangul olla ka meetodi erinevus: käesolevas töös ei võrreldud erinevate aastate tekste sisuliselt, vaid loendati ja kategoriseeriti finantsriske sisaldavaid lauseid.

Tabel 8. Avalikustatud finantsriskide karakteristikud.

	Rutiinne esitamine	Üldine vs. spetsiifiline	Kvalitatiivne vs. kvantitatiivne	Riski allikas vs. juhtimine
Finantsriskid	ei	spetsiifiline	kvalitatiivne	allikas
Krediidiriskid	ebaselge	spetsiifiline	ebaselge	allikas
Likviidsusriskid	ei	spetsiifiline	kvalitatiivne	allikas
Tururiskid				
Intressirisk	ei	spetsiifiline	kvalitatiivne	allikas
Valuutarisk	ei	spetsiifiline	kvalitatiivne	allikas
Hinnarisk	ebaselge	ebaselge	kvalitatiivne	ebaselge
Üld-tururisk	jah	üldine	kvalitatiivne	ebaselge
Üld-finantsriskid	ei	ebaselge	kvalitatiivne	juhtimine

Allikas: autori koostatud.

Majanduskeskkonna muutus, mis väljendub majanduskasvus või -languses, avalikustatud finantsriskide arvule selget valimi majandusaasta aruannetes mõju ei avaldanud. Üheski finantsriski kategoorias ei tuvastanud autor, et avalikustatud finantsriskide arvul oleks olnud selge seos majanduskasvu või -langusega. Tulemused ei kinnita finantsriskide avalikustamise osas Marzouki (2016) järeldust, et ettevõtted kohandavad oma aruandlustavasid tingituna keskkonna muutusest.

Avalikustatud teave on krediidi-, likviidsus-, intressi- ning valuutariski osas ettevõttespetsiifiline ning avab konkreetsele ettevõttele suunatud riske. Hinnariskide osas jäi spetsiifilisuse aspekt ebaselgeks, kuivõrd selles kategoorias oli andmete esitatus valimis väga väike. Seega ei leia finantsriskide kontekstis kinnitust teoreetilises osas toodud Abraham ja Shrivese (2014) seisukohad, et ettevõtete avalikustatud riskifaktorid ei ole ettevõttele omased. Väikses mahus esitatud tururiskid, mis ei olnud klassifitseeritavad ühegi konkreetse tururiski alamliigi alla (autor kasutas klassifitseerimiseks terminit „üld-tururiskid“), olid esitatud üldiselt ehk mittespetsiifiliselt. Sedalaadi info võib olla omane kogu majandusele või majandusharule.

Teave on aastaaruannetes esitatud pigem jutustavas ja mitterahalises vormis, ülekaalus on kvalitatiivselt esitatud teave. Seega leiavad finantsriskide osas kinnitust Dobler *et al.* (2011), Abraham, Shrives (2014), Linsley, Shrives 2006 ja Kolmatsui *et al.* (2016) seisukohad, et mitterahaliselt avalikustatakse riske rohkem kui rahaliselt. Kui tulemused olid kõikide teiste riskikategooriate osa üheselt selged, siis krediidiriski puhul jäi tulemus ebaselgeks: prevaleerivat karakteristikut ei nähtunud. Autori arvates võiks finantsriski rahaline iseloom ning finantsregulatsioonide selged nõuded lihtsustada riski mõju hindamist ning kvantitatiivset avalikustamist. Kvalitatiivse teabe ülekaal finantsriskide avalikustamisel on seetõttu üllatav.

Aastaaruannetes avalikustatud teave viitab krediidi-, likviidsus-, intressi- ning valuutariski puhul finantsriski allikale ning finantsriskidega toimetulekut ning protsesse esitatakse vähem. Tulemused kinnitavad Kolmatsui *et al.* (2016: 66) ja Dobler *et al.* (2011) järeldusi, et aastaaruanded sisaldavad enam riskidele viitavaid asjaolusid ning riskijuhtimise protsesse, eesmärgi jms avalikustatakse märkimisväärselt vähem. Väheste andmete tõttu ei ole võimalik anda hinnangut hinnariski kategooriale nagu ka konkreetsele tururiski kategooriasse mitteliigitavale üld-tururiski kategooriale. Analüüsitud majandusaasta aruannetes esines infot, mis viitas küll otseselt finantsriskidele, kuid aruande lugejal ei olnud võimalik avalikustatud finantsriske klassifitseerida riski aluse järgi krediidi-, likviidsus-, intressi-, valuuta- ega hinnariskiks (autor kasutas klassifitseerimiseks terminit „üld-finanstriskid“). Sedalaadi info eristus selgelt finantsriskidele viitamise osas. Selles kategoorias oli ülekaalus riski juhtimist kajastav info. Sellesse kategooriasse liigitatud teave on esitatud aastaaruannetes finantsriskide teemasse sissejuhatavana või kõikide ettevõtet puudutavate finantsriskide ning nende juhtimispoliitikate kokkuvõttena.

Nasdaq Tallinna börsi emitentide majandusaasta aruannete alusel tehtud analüüsi kohaselt on majandusaasta aruanded finantsriskide avalikustamise osas mitterutiinsed, aruandeid erinevatel ajaperioodidel muudetakse. Emitendid avalikustavad finantsriskid ettevõttespetsiifiliselt, esitades avalikustatava info kvalitatiivselt. Finantsriskide juhtimisest enam avalikustatakse finantsriski allikaid.

KOKKUVÕTE

Riski mõiste määratlus on lai. Kuigi risk hõlmab mõnede autorite hinnangul vaid negatiivset stsenaariumi, on risk siiski mitmetahuline mõiste ning sisaldab ebakindlust nii „heas“ kui „halvas“. Käesoleva bakalaureusetööga selgitati välja, millised on Nasdaq Tallinna börsi emitentide majandusaasta aruannetes avalikustatud finantsriskide valitsevad karakteristikud.

Finantsriskid on üks ettevõtte tegevust puudutavatest määramatusega seotud aspektidest, mistõttu on neile omased ka teiste ettevõtte riskide üldised tunnused. Riskide alamliiki, finantsriske – krediidi-, likviidsus- ja tururiske – nähakse finantsaruandluse regulatsioonides kui võimalikku intressimäära, finantsinstrumendi hinna, kaubahinna, välisvaluutakursi, hinna- või määraindeksi, krediidireitingu või -indeksi või muu muutust tulevikus. Seejuures avaldavad finantsriskid otsest mõju ettevõtte rahavoogudele. Finantsriskide avalikustamine on sellise info otsene avalikustamine, kus on selgelt teavitatud mis tahes võimalusest või väljavaatest, võimalikust ohust või kahjust, mis mõjutab ettevõtte finantsinstrumente.

Finantsriskide avalikustamise karakteristikuid on võimalik hinnata nende korduva või ajas muutuva esitusviisi (rutiinsuse), ettevõtte-spetsiifilisuse, ajendi, vormi, ajalise orientatsiooni, tonaalsuse ja avalikustamise tüübi järgi. Seega võivad finantsriskid olla järgmiste karakteristikutega: rutiinsed, mitterutiinsed; spetsiifilised, üldised; vabatahtlikud, kohustuslikud; rahalised, mitterahalised; minevikku-olevikku või tulevikku suunatud, mitteajaliselt väljendatud; hea, halva või neutraalse tonaalusega; avalikustatakse riski allikas või juhtimine. Töö teoreetilisse ossa koondatud karakteristikute definitsioonid ja määratlused olid aluseks töö empiirilises osas kodeerimisreeglistiku loomisel.

Riskide avalikustamise analüüsimisel on kasutusel erinevaid kvalitatiivseid hindamismetoodikaid: avalikustamise indeksil põhinev, temaatiline sisuanalüüs,

küsimustike kasutamine. Seejuures on enim kasutust leidnud temaatiline sisuanalüüs. Kasutusel on nii manuaalne kui automaatne tekstide kodeerimise meetod. Automatiseeritud analüüsimeetod on pälvinud kriitikat süsteemsete puuduste tõttu. Seetõttu peetakse manuaalset analüüsimeetodit efektiivsemaks. Parimaks analüüsiühikuks peetakse lauseid kui mõtte kandjaid.

Varasemates töödes on jõutud avalikustatud riskide karakteristikute hindamisel tulemustele, et riske avalikustatakse väljakujunenud rutiiniga, esitatud teave on üldine ning ei ole ettevõttespetsiifiline. Lisaks avalikustatakse riske regulatsioonide nõudmisel (st vabatahtlikku avalikustamist on vähem) ning rahaliselt avalikustatud riske avalikustatakse kvalitatiivsest teabest vähem. Avalikustatud riskide alane teave on tonaalsuselt hea või neutraalne, halbu uudiseid ei avalikustata. Aastaruannetes avalikustatakse riskide allikad, mitte riskidega toimetuleku protsesse ja meetmeid (riskijuhtimist). Käesoleva töö raames selgitati välja, kas senised avalikustatud riskide alased uurimistulemused kehtivad riskide alamliigi – finantsriskide – kohta.

Töö empiirilises osas hinnati Nasdaq Tallinna börsi emitentide avalikustatud finantsriski karakteristikuid riski liigi, rutiinse esitusviisi, ettevõtte-spetsiifilisuse, vormi ning riski viite aspektist. Esmalt täpsustas töö autor varasemas riskide avalikustamise karakteristikute uurimist puudutavas teaduskirjanduses avaldatud kodeerimisreegleid ning kohandas need finantsriskide avalikustamise karakteristikute uurimiseks. Seejärel viidi läbi manuaalne lausetepõhine sisuanalüüs viie Nasdaq Tallinna börsi emitendi 2008., 2009., 2011. ning 2016. a majandusaasta aruande põhjal. Töö käigus selgus, et Nasdaq Tallinna börsi emitentide majandusaasta aruannetes esineb sellist avalikustatud finantsriskide alast teavet, mida ei ole võimalik aruande lugejal aruandes esitatud info põhjal detailselt finantsriski alamliiki klassifitseerida. Seetõttu on töö autor kasutanud lisakategooriaid „üld-finantsrisk“ ja „üld-tururisk“, mille olemust on kirjeldatud põhjalikumalt töö metoodikat puudutavas osas.

Töö tulemusena selgus, et Nasdaq Tallinna börsi emitentide majandusaasta aruannetes avalikustatud likviidsus-, intressi-, valuuta-, ning üld-finantsriskide osas aruannete rutiinsust ei esinenud. Ebaselgeks jäi rutiinsuse aspekt krediidi- ja hinnariski puhul, samas üld-tururisk oli esitatud rutiiniga. Avalikustatud teave on krediidi-, likviidsus-, intressi- ning valuutariski osas ettevõttespetsiifiline ning avab konkreetsele ettevõttele suunatud

riske. Üld-tururiskid on avalikustatud selliselt, et need võivad olla omased kogu majandusele või majandusharule ning seega on avalikustatud riskid üldised ehk mittespetsiifilised. Hinnariskide osas jäi spetsiifilisuse aspekt ebaselgeks, kuivõrd selles kategoorias oli andmete esitatus valimis väga väike.

Finantsriskide avalikustamine on Nasdaq Tallinna börsi emitentide majandusaasta aruannetes esitatud pigem jutustavas ja mitterahalises vormis, ülekaalus on kvalitatiivselt esitatud teave. Kui tulemused olid kõikide teiste riskikategooriate osa üheselt selged, siis krediidiriski puhul jäi tulemus ebaselgeks: prevaleerivat karakteristikut ei nähtunud. Aastaruannetes avalikustatud finantsriskide alane teave viitab pigem riski allikale ning finantsriskidega toimetulekut ning protsesse esitatakse aruannetes vähem. Väheste andmete tõttu ei olnud võimalik anda hinnangut hinnariskile ning üld-tururiski kategooriatele. Selgelt eristus teistest üld-finantsriski kategooria, milles oli ülekaalus riski juhtimist kajastav info. Autor näeb tulemuste võimaliku põhjusena seda, et üld-finantsriskid on aastaruannetes esitatud finantsriskide teemasse sissejuhatavana või kõikide ettevõtet puudutavate finantsriskide kokkuvõttena.

Üheski finantsriski kategoorias ei tuvastanud autor, et avalikustatud finantsriskidel oleks olnud selge seos majanduskasvu või -langusega. Tulemus erines varasemate uurimuste järeldustest. Vastuolus varasemate tulemustega olid ka rutiinsuse ja ettevõttespetsiifilisuse aspekt. Vormi ja riske viite karakteristikute hindamisel kinnitasid tulemused varasemaid seisukohti.

Nasdaq Tallinna börsi emitentide majandusaasta aruannete alusel tehtud analüüsi kohaselt on majandusaasta aruanded finantsriskide avalikustamise osas mitterutiinsed, aruandeid erinevatel ajaperioodidel muudetakse. Emitendid avalikustavad finantsriskid ettevõttespetsiifiliselt, esitades avalikustatava info kvalitatiivselt. Finantsriskide juhtimisest enam avalikustatakse finantsriskide allikaid.

Kogu Nasdaq Tallinna börsi emitentide majandusaasta aruannetele hinnangu andmiseks, tuleks avalikustatud finantsriskide karakteristikuid uurida kogu emitentide nimekirja ulatuses ning vaatlusperioode suurendades uuringut korrata. Avalikustatud finantsriskide rutiinsuse täiendavaks hindamiseks tuleks vaatlusperioode suurendada ning läbi viia teksti kattuvuse hindamine erinevates majandusaasta aruannetes Subjektiivsuse

vähendamiseks vajaks edasiarendamist ja detailiseerimist eestikeelsete aruannete sisuanalüüsil kasutatav ja finantsriskide avalikustamisele keskenduv kodeerimisreeglistik. Empiirilisse uuringusse tuleks kaasata teoreetilises osas käsitlust leidnud, kuid käesolevast tööst välja jäänud finantsriskide avalikustamise karakteristikud, nagu avalikustamise ajend, tonaalsus ning ajaline orientatsioon. Hindamaks, kuivõrd on ettevõtete avalikustatud finantsriskide karakteristikud seoses ettevõtte tegevustulemustega, võiks edaspidi saadud tulemusi võrrelda ettevõtte finantsnäitajate, suuruse ning ettevõtte riskitasemega.

VIIDATUD ALLIKAD

1. **Abraham, S., Shrives, P. J.** (2014). Improving the relevance of risk factor disclosure in corporate annual reports. *British Accounting Review*, 46(1), 91-107. doi:10.1016/j.bar.2013.10.002
2. Arco Vara AS Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanne 2008. (2008). 79 lk. URL: [http://www.nasdaqbaltic.com/upload/reports/arc/2008_ar_et_uni_con_00.pdf]. 22.02.2018
3. Arco Vara AS Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanne 2009. (2009). 87 lk. URL: [http://www.nasdaqbaltic.com/upload/reports/arc/2009_ar_et_uni_con_00.pdf]. 22.02.2018
4. Arco Vara AS Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanne 2011. (2011). 69 lk. URL: [http://www.nasdaqbaltic.com/upload/reports/arc/2011_ar_et_eur_con_00.pdf]. 22.02.2018
5. Arco Vara AS Konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanne 2016. (2016). 61 lk. URL: [http://www.nasdaqbaltic.com/upload/reports/arc/2016_ar_et_eur_con_00.pdf]. 22.02.2018
6. Balti turu struktuur. URL: [<http://www.nasdaqbaltic.com/et/meie-teenused/kauplemismudel/balti-turu-struktuur-4/>]. 20.09.2017.
7. Baltika AS 2008. a konsolideeritud majandusaasta aruanne. (2008). 78 lk. URL: [http://www.nasdaqbaltic.com/upload/reports/blt/2008_ar_et_eeek_con_00.pdf]. 22.02.2018
8. Baltika AS 2009. a majandusaasta konsolideeritud aruanne. (2009). 80 lk. URL: [http://www.nasdaqbaltic.com/upload/reports/blt/2009_ar_et_eeek_con_00.pdf]. 22.02.2018
9. Baltika AS 2011. a majandusaasta konsolideeritud aruanne. (2011). 77 lk. URL: [http://www.nasdaqbaltic.com/upload/reports/blt/2011_ar_et_eur_con_00.pdf]. 22.02.2018

10. Baltika AS 2016. a majandusaasta konsolideeritud aruanne. (2016). 107 lk.
URL: [http://www.nasdaqbaltic.com/upload/reports/blt/2016_ar_et_eur_con_00.pdf].
22.02.2018
11. **Beattie, V., McInnes, B., & Fearnley, S.** (2004). A methodology for analysing and evaluating narratives in annual reports: a comprehensive descriptive profile and metrics for disclosure quality attributes. *Accounting Forum*, 28(3), 205-236.
doi:10.1016/j.accfor.2004.07.001
12. **Beretta, S., & Bozzolan, S.** (2004). A framework for the analysis of firm risk communication. *International Journal Of Accounting*, 39(3), 265-288.
doi:10.1016/j.intacc.2004.06.006
13. **Cabedo, J. D., & Tirado, J. M.** (2004). The disclosure of risk in financial statements. *Accounting Forum*, 28(2), 181-200. doi:10.1016/j.accfor.2003.10.002
14. **Cormier, D., Magnan, M., & Van Velthoven, B.** (2005). Environmental disclosure quality in large German companies: Economic incentives, public pressures or institutional conditions?. *European Accounting Review*, 14(1), 3-39.
doi:10.1080/0963818042000339617
15. **Denčić-Mihajlov, K., & Spasić, D.** (2016). Mandatory and Voluntary Disclosures of Serbian Listed Companies - Achieved Level and Some Recommendation for Improving their Relevance. *International Journal Of Business & Economic Sciences Applied Research*, 9(1), 27-38.
16. **Dillard, J. F., Rigsby, J. T., & Goodman, C.** (2004). The making and remaking of organization context: Duality and the institutionalization process. *ACCOUNTING AUDITING AND ACCOUNTABILITY JOURNAL*, (4). 506.
17. **Dobler, M., Lajili, K., & Zéghal, D.** (2011). Attributes of Corporate Risk Disclosure: An International Investigation in the Manufacturing Sector. *Journal Of International Accounting Research*, 10(2), 1-22. doi:10.2308/jiar-10081
18. Eesti majanduse aastanäitajad. Eesti Pank. (2018). URL:
[<http://statistika.eestipank.ee/#/et/p/MAJANDUSKOOND/r/2053/1902>]. 21.03.2018
19. Ekspress Grupp AS konsolideeritud majandusaasta aruanne 2008. (2008). 97 lk.
URL:
[http://www.nasdaqbaltic.com/upload/reports/eeg/2008_ar_et_uni_con_00.pdf].
22.02.2018

20. Ekspress Grupp AS konsolideeritud majandusaasta aruanne 2009. (2009). 97 lk.
URL: [http://www.nasdaqbaltic.com/upload/reports/eeg/2009_ar_et_uni_con_00.pdf]. 22.02.2018
21. Ekspress Grupp AS konsolideeritud majandusaasta aruanne 2011. (2011). 80 lk.
URL: [http://www.nasdaqbaltic.com/upload/reports/eeg/2011_ar_et_eur_con_00.pdf]. 22.02.2018
22. Ekspress Grupp AS konsolideeritud majandusaasta aruanne 2016. (2016). 87 lk.
URL:
[http://www.nasdaqbaltic.com/upload/reports/eeg/2016_ar_et_eur_con_00.pdf].
22.02.2018
23. **Elshandidy, T., Shrives, P. J.** (2016). Environmental Incentives for and Usefulness of Textual Risk Reporting: Evidence from Germany. *International Journal Of Accounting*, 51464-486. doi:10.1016/j.intacc.2016.10.001
24. **Elshandidy, T., Shrives, P. J., Bamber, M., & Abraham, S.** (2018). Risk reporting: A review of the literature and implications for future research. *Journal Of Accounting Literature*, 4054-82. doi:10.1016/j.acclit.2017.12.001
25. Emitendid. Nasdaq Tallinna börs. URL:
[<http://www.nasdaqbaltic.com/market/?pg=issuers&lang=et>]. 22.02.2018
26. **Erelt, M., Erelt, T., Ross, K.** Eesti Keele Käsiraamat 2007. Eesti Keele Instituut.
URL: [<http://www.eki.ee/books/ekk09/index.php?p=6>]. 31.03.2018.
27. **Erelt, M., Kasik, R., Metslang, H.; Rajandi, H., Rass, K., Saari, H., Tael, K., Vare, S.** Eesti keele grammatika. 2., Süntaks, Eesti Teaduste Akadeemia Keele ja Kirjanduse Instituut Tallinn 1993. URL:
[http://www.academia.edu/20846940/Eesti_keeles_grammatika._2._S%C3%BCntaks]. 31.03.2018.
28. **Haniffa, R., & Cooke, T.** (2005). The impact of culture and governance on corporate social reporting. *Journal Of Accounting & Public Policy*, 24(5), 391-430. doi:10.1016/j.jaccpubpol.2005.06.001
29. **Hordo, M.** (2018). Finantsriskide kajastamine Nasdaq Tallinna börsi emitentide aastaaruannetes. Uurimistö. Tartu Ülikooli Majandusteaduskond.
30. **Jegadeesh, N., & Wu, D.** (2013). Word power: A new approach for content analysis. *Journal Of Financial Economics*, 110(3), 712-729. doi:10.1016/j.jfineco.2013.08.018

31. **Kolmatsui, D., Legenzova, R., Mantas, S.** (2016) An Assessment of Risk and Risk Management Information Disclosure of Companies Listed in Nasdaq OMX Baltic and Euronext Brussels. *Central European Business Review*; Prague Vol. 5, Iss. 3, pp 52-68. URL: [<https://cebr.vse.cz/pdfs/cbr/2016/03/05.pdf>]. 03.01.2018.
32. **Kravet, T., & Muslu, V.** (2013). Textual risk disclosures and investors' risk perceptions. *Review Of Accounting Studies*, 18(4), 1088-1122. doi:10.1007/s11142-013-9228-9
33. **Krippendorff, K.**, 1980. *Content Analysis: An Introduction to Its Methodology*. Sage, London. Viidatud Haniffa, R., & Cooke, T. (2005: 40) vahendusel.
34. **Lajili, K., & Zéghal, D.** (2005). A content analysis of risk management disclosures in canadian annual reports. *Canadian Journal Of Administrative Sciences*, 22(2), 125-142.
35. **Leitner-Hanetseder, S.** (2012). Quality and determinants of risk reporting-Evidence from Germany and Austria. *ACRN Journal of Finance and Risk Perspectives* Vol. 1, Issue 2, p. 1-16, Dez. 2012. URL: [<http://www.acrn-journals.eu/resources/201202a.pdf>]. 02.04.2018
36. **Leuz, C. & Wysocki, P.** (2008), "Economic consequences of financial reporting and disclosure regulation: a review and suggestions for future research", Working paper. URL: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1105398]. 08.04.2018
37. **Linsley, P. & Shrives, P.** (2006). Risk reporting: A study of risk disclosures in the annual reports of UK companies. *British Accounting Review*, 38(4), 387-404. doi:10.1016/j.bar.2006.05.002. 24.10.2017
38. **Linsley, P. M. & Shrives, P. J.** (2005). Examining risk reporting in UK public companies. *The Journal Of Risk Finance*, (4), 292. doi:10.1108/15265940510613633
39. Majandusharud. Nasdaq Tallinna börs. URL: [<http://www.nasdaqbaltic.com/market/?pg=industry&lang=et>]. 22.02.2018.
40. **Marshall, A., & Weetman, P.** (2007). Modelling Transparency in Disclosure: The Case of Foreign Exchange Risk Management. *JOURNAL OF BUSINESS FINANCE AND ACCOUNTING*, (5-6). 705.

41. **Marzouk, M.** (2016). Risk reporting during a crisis: Evidence from the Egyptian capital market. *Journal Of Applied Accounting Research*, 17(4), 378-396. doi:10.1108/JAAR-02-2015-0012
42. **Masso, J.** Ettevõtte riskikeskkond, riskide hindamine ja riskituru. Riskid Eesti ettevõtetes ja riskijuhtimine. Tartu Ülikool, majandusteaduskond, toimetanud Juhkam, A., Masso, J., Tartu: Tartu Ülikooli Kirjastus, 2002, 364 lk.
43. **Mazurina Mohd, A., Taylor, D.** (2014). Content analysis of corporate risk disclosure in Malaysia. *Annual International Conference On Accounting & Finance*, 15-24. doi:10.5176/2251-1997_AF14.26
44. **Miihkinen, A.** (2012). What Drives Quality of Firm Risk Disclosure? The Impact of a National Disclosure Standard and Reporting Incentives under IFRS. *International Journal Of Accounting*, 47437-468. doi:10.1016/j.intacc.2012.10.005
45. **Milne, M. J., & Adler, R. W. (1999).** Exploring the reliability of social and environmental disclosures content analysis. *ACCOUNTING AUDITING AND ACCOUNTABILITY JOURNAL*, (2). 237.
46. Nasdaq Tallinn ja Eesti Väärtpaberikeskus. URL: [http://www.nasdaqbaltic.com/et/bors/ettevottest/nasdaq-omx-tallinn/]. 21.09.2017
47. **Nath Sexena, A., Dube, I., & Mishra, C. S.** (2017). Corporate Risk Disclosure: A Review [article]. *US-China Law Review*, (9), 632.
48. **Ntim, C. G., Lindop, S., & Thomas, D. A.** (2013). Corporate governance and risk reporting in South Africa: A study of corporate risk disclosures in the pre- and post-2007/2008 global financial crisis periods. *INTERNATIONAL REVIEW OF FINANCIAL ANALYSIS*, 363.
49. Rahvusvaheline finantsaruandlusstandard 7 (Finantsinstrumendid: avalikustatav teave). Euroopa Komisjoni määrus (EÜ) nr 108/2006, vastu võetud 11. jaanuar 2006. – Euroopa Liidu Teataja L 24, lk. 1-36. URL: [http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2006:024:0001:0036:ET:PDF]. 26.09.2017.
50. Rahvusvaheline raamatupidamisstandard IAS 32 (Finantsinstrumendid: esitamise). Komisjoni määrus (EÜ) nr 1126/2008. Vastu võetud 3. november 2008. aastal. – ELT L 320, 29.11.2008, 939 lk.

URL: [https://www.rahendusministeerium.ee/sites/default/files/celex_02008r1126-20150112_et_txt.pdf]. 02.10.2017.

51. **Rajab, B., Handley-Schachler, M.** (2009). Corporate risk disclosure by UK firms: trends and determinants. *World Review of Entrepreneurship, Management and Sustainable Development*. Volume 14, Issue 1-2. [<https://doi.org/10.1504/WREMSD.2009.026801>]. 01.04.2018.
52. **Ryan, S. G.** (2012). Risk reporting quality : implications of academic research for financial reporting policy. *Accounting And Business Research : A Research Quarterly Publ. By The Inst. Of Chartered Accountants In England And Wales*, 42(3), 295-324.
53. Tallink Grupp AS majandusaasta aruanne 2007/2008. (2008). 96 lk. URL: [http://www.nasdaqbaltic.com/upload/reports/tal/2008_ar_et_uni_con_00.pdf] . 22.02.2018.
54. Tallink Grupp AS majandusaasta aruanne 2008/2009. (2009). 100 lk. URL: [http://www.nasdaqbaltic.com/upload/reports/tal/2009_ar_et_uni_con_00.pdf]. 22.02.2018.
55. Tallink Grupp AS majandusaasta aruanne 2010/2011. (2011). 85 lk. URL: [http://www.nasdaqbaltic.com/upload/reports/tal/2011_ar_et_eur_con_00.pdf] . 22.02.2018.
56. Tallink Grupp AS majandusaasta aruanne 2016. (2016). 85 lk. URL: [http://www.nasdaqbaltic.com/upload/reports/tal/2016_ar_et_eur_con_00.pdf] . 22.02.2018.
57. Tallinna Kaubamaja AS konsolideeritud 2008.a majandusaasta aruanne. (2008). 62 lk. URL: [http://www.nasdaqbaltic.com/upload/reports/tkm/2008_ar_et_uni_con_00.pdf]. 22.02.2018.
58. Tallinna Kaubamaja AS konsolideeritud 2009.a majandusaasta aruanne. (2009). 72 lk. URL: [http://www.nasdaqbaltic.com/upload/reports/tkm/2009_ar_et_uni_con_00.pdf]. 22.02.2018.
59. Tallinna Kaubamaja AS konsolideeritud 2011.a majandusaasta aruanne. (2011). 63 lk. URL:

[http://www.nasdaqbaltic.com/upload/reports/tkm/2011_ar_et_eur_con_00.pdf].
22.02.2018.

60. Tallinna Kaubamaja AS konsolideeritud 2016.a majandusaasta aruanne. (2016). 82 lk.

URL: [http://www.nasdaqbaltic.com/upload/reports/tkm/2016_ar_et_eur_con_00.pdf]. 22.02.2018.

61. **Verrecchia, R.E.** (1983). Discretionary disclosure. – Journal of Accounting & Economics. 1983, No. 5(C), 179-194.

URL: [https://wwz.unibas.ch/fileadmin/wwz/redaktion/accountingcontrolling/Lehre/Economics_of_Financial_Accounting/FS_2013/2013-02-28-Verrecchia1983.pdf].
23.10.2017. doi:10.1016/0165-4101(83)90011-3

62. **Voronova, I.** (2012). Financial Risks: Cases Of Non-Financial Enterprises, Risk Management for the Future - Theory and Cases, Dr Jan Emblemståg (Ed.), ISBN: 978-953-51-0571-8, InTech, URL: [<http://www.intechopen.com/books/risk-management-for-the-future-theory-and-cases/irina-voironova>]. 04.12.2017.

LISAD

Lisa 1. Näiteid kodeerimisreeglite rakendamisest.

Kood	Näitelause
KÜQR	„Krediidirisk väljendub kahjuna, mida kontsern võib kanda ja mida põhjustab tehingu vastaspool, kui ta jätab oma lepingulised finantskohustused täitmata.“ (Ekspress Grupp ... 2011: 44)
KSQJ	„Osadelt hulgimüügi klientidelt nõutakse kas ettemaksu või pangagarantiisid.“ (Baltika ... 2016: 73)
FÜQJ	„Finantsriskide juhtimine on oluline ja lahutamatu osa kontserni äriprotsesside juhtimisel.“ (Ekspress Grupp ... 2011: 44)
ISQJ	„Kontsernil on rahavoo riskimaandamisinstrumendid, mille eesmärgiks on fikseerida intressikulud ujuva intressimääraga laenude puhul.“ (Ekspress Grupp ... 2011: 39)
ISQR	„Laenukohustuste kaalutud keskmise intressimäära suurenemise põhjuseks on keskmisest kõrgema intressimääraga võlakohustuste võtmine 2016. aastal.“ (Arco Vara ... 2016:11)
KSQR	„Kontserni sesoonse tootmis- ja müügi tsükli tõttu tekkivad krediidiriskid ei ole püsiva iseloomuga.“ (Baltika ... 2006: 49)
HSAJ/ ISAJ	„Kontsern on järgmiseks majandusaastaks maandanud umbes 10% nii kütusehinna riskist kui ka euro/Rootsi krooni vahetuskursi riskist.“ (Tallink Grupp ... 2009: 24)
VSAR	„Välisvaluuta kursside võimaliku mõju arvutamisel 2010. aasta kasumile on lähtutud eeldustest, et Kontserni olulisemate välisvaluutade kursside tõenäoline võimalik kõikumine ei ületa Vene rubla ja Ukraina grivna puhul vastavalt 8% ja 7%, Poola zloti +/-3,5%, ja USA dollari puhul +/-8% ning Läti lati ja teiste valuutade kursside tõenäoline võimalik kõikumine ei ületa 2%.“ (Baltika ... 2011: 44)
VSQR	„Samas on dollari nõrgenemisel positiivne mõju ostukauba importimisel sellistest riikidest nagu Hiina, Jaapan, Korea, kellega arveldatakse dollarites.“ (Baltika ... 2008: 44)
LSQR	„Juhtkonna hinnangul ei ole Tallinna Kaubamaja kontsernil probleemi likviidsusega.“ (Tallinna Kaubamaja ... 2009: 37)
LSAR	„Ebatõenäoliselt laekuvad summad...“ (esitatud tabelina, Arco Vara ... 2008: 49)
LSQJ	Grupp on omakorda allkontsernina liitunud NG Investeeringud OÜ kontsernikonto lepinguga.“ (Tallinna Kaubamaja ... 2016: 48)
LÜQR	„Likviidsusrisk tuleneb potentsiaalsetest finantsseisundi muutustest, mis vähendavad Kontserni võimekust teenindada õigeaegselt ja korrektselt oma kohustusi.“ (Arco Vara ... 2008: 64)
	Kasutatud lühendid: K – Krediidirisk; F – Üld-finantsrisk; L – Likviidsusrisk; I – Intressirisk; V – Valuutarisk; H – Muu hinnarisk; T – Üld-tururisk; Ü – Üldine; S – Spetsiifiline; Q – Kvalitatiivne; A – Kvantitatiivne; R – Riski allikas; J – Riski juhtimine

Allikas: autori koostatud.

Lisa 2. Avalikustatud finantsriskide karakteristikud ettevõtete ja aastate lõikes.

	Avalikustatud riskide arv (tk)					Karakteristiku osakaal (%)				
	2008	2009	2011	2016	\bar{x}	2008	2009	2011	2016	\bar{x}
Arco Vara	160	189	170	124	161					
Spetsiifiline	140	167	153	105	141	87,5	88,4	90,0	84,7	87,6
Üldine	20	22	17	19	20	12,5	11,6	10,0	15,3	12,4
Kvalitatiivne	94	114	96	89	98	58,8	60,3	56,5	71,8	61,8
Kvantitatiivne	66	75	74	35	63	41,3	39,7	43,5	28,2	38,2
Riski allikas	108	129	126	88	113	67,5	68,3	74,1	71,0	70,2
Riski juhtimine	52	60	44	36	48	32,5	31,7	25,9	29,0	29,8
Baltika	165	153	123	118	140					
Spetsiifiline	139	127	104	99	117	84,2	83,0	84,6	83,9	83,9
Üldine	26	26	19	19	23	15,8	17,0	15,4	16,1	16,1
Kvalitatiivne	105	101	78	82	92	63,6	66,0	63,4	69,5	65,6
Kvantitatiivne	60	52	45	36	48	36,4	34,0	36,6	30,5	34,4
Riski allikas	134	120	93	91	110	81,2	78,4	75,6	77,1	78,1
Riski juhtimine	31	33	30	27	30	18,8	21,6	24,4	22,9	21,9
Ekspress Grupp	177	157	164	123	155					
Spetsiifiline	143	125	138	99	126	80,8	79,6	84,1	80,5	81,3
Üldine	34	32	26	24	29	19,2	20,4	15,9	19,5	18,7
Kvalitatiivne	131	120	110	85	112	74,0	76,4	67,1	69,1	71,7
Kvantitatiivne	46	37	54	38	44	26,0	23,6	32,9	30,9	28,3
Riski allikas	113	99	100	81	98	63,8	63,1	61,0	65,9	63,4
Riski juhtimine	64	58	64	42	57	36,2	36,9	39,0	34,1	36,6
Tallink Grupp	160	171	161	140	158					
Spetsiifiline	135	148	133	122	135	84,4	86,5	82,6	87,1	85,2
Üldine	25	23	28	18	24	15,6	13,5	17,4	12,9	14,8
Kvalitatiivne	102	106	100	82	98	63,8	62,0	62,1	58,6	61,6
Kvantitatiivne	58	65	61	58	61	36,3	38,0	37,9	41,4	38,4
Riski allikas	105	105	114	100	106	65,6	61,4	70,8	71,4	67,3
Riski juhtimine	55	66	47	40	52	34,4	38,6	29,2	28,6	32,7
Tallinna Kaubamaja	84	120	139	127	118					
Spetsiifiline	74	98	119	107	100	88,1	81,7	85,6	84,3	84,9
Üldine	10	22	20	20	18	11,9	18,3	14,4	15,7	15,1
Kvalitatiivne	48	77	93	85	76	57,1	64,2	66,9	66,9	63,8
Kvantitatiivne	36	43	46	42	42	42,9	35,8	33,1	33,1	36,2
Riski allikas	66	85	91	81	81	78,6	70,8	65,5	63,8	69,7
Riski juhtimine	18	35	48	46	37	21,4	29,2	34,5	36,2	30,3

\bar{x} – keskmine.

Allikas: autori koostatud.

Lisa 3. Avalikustatud krediidiriskide karakteristikud ettevõtete ja aastate lõikes.

	Avalikustatud riskide arv (tk)					Karakteristiku osakaal (%)				
	2008	2009	2011	2016	\bar{x}	2008	2009	2011	2016	\bar{x}
Arco Vara	46	36	43	38	41					
Spetsiifiline	42	32	38	31	36	91,3	88,9	88,4	81,6	87,5
Üldine	4	4	5	7	5	8,7	11,1	11,6	18,4	12,5
Kvalitatiivne	28	25	22	25	25	60,9	69,4	51,2	65,8	61,8
Kvantitatiivne	18	11	21	13	16	39,1	30,6	48,8	34,2	38,2
Riski allikas	30	26	36	32	31	65,2	72,2	83,7	84,2	76,3
Riski juhtimine	16	10	7	6	10	34,8	27,8	16,3	15,8	23,7
Baltika	51	42	29	26	37					
Spetsiifiline	49	40	27	24	35	96,1	95,2	93,1	92,3	94,2
Üldine	2	2	2	2	2	3,9	4,8	6,9	7,7	5,8
Kvalitatiivne	26	24	19	17	22	51,0	57,1	65,5	65,4	59,8
Kvantitatiivne	25	18	10	9	16	49,0	42,9	34,5	34,6	40,2
Riski allikas	46	37	24	22	32	90,2	88,1	82,8	84,6	86,4
Riski juhtimine	5	5	5	4	5	9,8	11,9	17,2	15,4	13,6
Ekspress Grupp	41	39	40	42	41					
Spetsiifiline	39	37	38	40	39	95,1	94,9	95,0	95,2	95,1
Üldine	2	2	2	2	2	4,9	5,1	5,0	4,8	4,9
Kvalitatiivne	28	24	25	27	26	68,3	61,5	62,5	64,3	64,2
Kvantitatiivne	13	15	15	15	15	31,7	38,5	37,5	35,7	35,8
Riski allikas	24	23	24	28	25	58,5	59,0	60,0	66,7	61,0
Riski juhtimine	17	16	16	14	16	41,5	41,0	40,0	33,3	39,0
Tallink Grupp	30	31	34	32						
Spetsiifiline	27	29	31	29	29	90,0	93,5	91,2	90,6	91,3
Üldine	3	2	3	3	3	10,0	6,5	8,8	9,4	8,7
Kvalitatiivne	15	14	16	16	15	50,0	45,2	47,1	50,0	48,1
Kvantitatiivne	15	17	18	16	17	50,0	54,8	52,9	50,0	51,9
Riski allikas	25	25	28	25	26	83,3	80,6	82,4	78,1	81,1
Riski juhtimine	5	6	6	7	6	16,7	19,4	17,6	21,9	18,9
Tallinna Kaubamaja	18	28	35	30	28					
Spetsiifiline	15	25	31	26	24	83,3	89,3	88,6	86,7	87,0
Üldine	3	3	4	4	4	16,7	10,7	11,4	13,3	13,0
Kvalitatiivne	9	13	17	14	13	50,0	46,4	48,6	46,7	47,9
Kvantitatiivne	9	15	18	16	15	50,0	53,6	51,4	53,3	52,1
Riski allikas	16	22	26	24	22	88,9	78,6	74,3	80,0	80,4
Riski juhtimine	2	6	9	6	6	11,1	21,4	25,7	20,0	19,6

\bar{x} – keskmine.

Allikas: autori koostatud.

Lisa 4. Avalikustatud likviidsusriskide karakteristikud ettevõtete ja aastate lõikes.

	Avalikustatud riskide arv (tk)					Karakteristiku osakaal (%)				
	2008	2009	2011	2016	\bar{x}	2008	2009	2011	2016	\bar{x}
Arco Vara	52	76	56	44	57					
Spetsiifiline	49	73	52	40	54	94,2	96,1	92,9	90,9	93,5
Üldine	3	3	4	4	4	5,8	3,9	7,1	9,1	6,5
Kvalitatiivne	32	44	29	28	33	61,5	57,9	51,8	63,6	58,7
Kvantitatiivne	20	32	27	16	24	38,5	42,1	48,2	36,4	41,3
Riski allikas	33	48	39	32	38	63,5	63,2	69,6	72,7	67,2
Riski juhtimine	19	28	17	12	19	36,5	36,8	30,4	27,3	32,8
Baltika	34	45	42	39	40					
Spetsiifiline	24	35	34	32	31	70,6	77,8	81,0	82,1	77,8
Üldine	10	10	8	7	9	29,4	22,2	19,0	17,9	22,2
Kvalitatiivne	25	27	22	24	25	73,5	60,0	52,4	61,5	61,9
Kvantitatiivne	9	18	20	15	16	26,5	40,0	47,6	38,5	38,1
Riski allikas	22	30	28	27	27	64,7	66,7	66,7	69,2	66,8
Riski juhtimine	12	15	14	12	13	35,3	33,3	33,3	30,8	33,2
Ekspress Grupp	57	42	44	37	45					
Spetsiifiline	45	33	35	27	35	78,9	78,6	79,5	73,0	77,5
Üldine	12	9	9	10	10	21,1	21,4	20,5	27,0	22,5
Kvalitatiivne	39	33	27	23	31	68,4	78,6	61,4	62,2	67,6
Kvantitatiivne	18	9	17	14	15	31,6	21,4	38,6	37,8	32,4
Riski allikas	41	26	31	21	30	71,9	61,9	70,5	56,8	65,3
Riski juhtimine	16	16	13	16	15	28,1	38,1	29,5	43,2	34,7
Tallink Grupp	27	30	30	36	31					
Spetsiifiline	23	27	26	32	27	85,2	90,0	86,7	88,9	87,7
Üldine	4	3	4	4	4	14,8	10,0	13,3	11,1	12,3
Kvalitatiivne	21	23	22	23	22	77,8	76,7	73,3	63,9	72,9
Kvantitatiivne	6	7	8	13	9	22,2	23,3	26,7	36,1	27,1
Riski allikas	14	16	20	26	19	51,9	53,3	66,7	72,2	61,0
Riski juhtimine	13	14	10	10	12	48,1	46,7	33,3	27,8	39,0
Tallinna Kaubamaja	36	47	46	45	44					
Spetsiifiline	33	39	41	40	38	91,7	83,0	89,1	88,9	88,2
Üldine	3	8	5	5	5	8,3	17,0	10,9	11,1	11,8
Kvalitatiivne	17	29	27	27	25	47,2	61,7	58,7	60,0	56,9
Kvantitatiivne	19	18	19	18	19	52,8	38,3	41,3	40,0	43,1
Riski allikas	26	34	32	27	30	72,2	72,3	69,6	60,0	68,5
Riski juhtimine	10	13	14	18	14	27,8	27,7	30,4	40,0	31,5

\bar{x} – keskmine.

Allikas: autori koostatud.

Lisa 5. Avalikustatud intressiriskide karakteristikud ettevõtete ja aastate lõikes.

	Avalikustatud riskide arv (tk)					Karakteristiku osakaal (%)				
	2008	2009	2011	2016	\bar{x}	2008	2009	2011	2016	\bar{x}
Arco Vara	24	29	24	18	24					
Spetsiifiline	17	21	22	16	19	70,8	72,4	91,7	88,9	81,0
Üldine	7	8	2	2	5	29,2	27,6	8,3	11,1	19,0
Kvalitatiivne	16	18	12	12	15	66,7	62,1	50,0	66,7	61,4
Kvantitatiivne	8	11	12	6	9	33,3	37,9	50,0	33,3	38,6
Riski allikas	15	19	20	15	17	62,5	65,5	83,3	83,3	73,7
Riski juhtimine	9	10	4	3	7	37,5	34,5	16,7	16,7	26,3
Baltika	19	19	18	22	20					
Spetsiifiline	17	17	17	21	18	89,5	89,5	94,4	95,5	92,2
Üldine	2	2	1	1	2	10,5	10,5	5,6	4,5	7,8
Kvalitatiivne	16	16	15	17	16	84,2	84,2	83,3	77,3	82,3
Kvantitatiivne	3	3	3	5	4	15,8	15,8	16,7	22,7	17,7
Riski allikas	15	15	14	18	16	78,9	78,9	77,8	81,8	79,4
Riski juhtimine	4	4	4	4	4	21,1	21,1	22,2	18,2	20,6
Ekspress Grupp	34	37	41	16	32					
Spetsiifiline	30	30	38	14	28	88,2	81,1	92,7	87,5	87,4
Üldine	4	7	3	2	4	11,8	18,9	7,3	12,5	12,6
Kvalitatiivne	20	25	22	10	19	58,8	67,6	53,7	62,5	60,6
Kvantitatiivne	14	12	19	6	13	41,2	32,4	46,3	37,5	39,4
Riski allikas	29	34	29	16	27	85,3	91,9	70,7	100,0	87,0
Riski juhtimine	5	3	12		7	14,7	8,1	29,3	0,0	13,0
Tallink Grupp	38	36	33	27	34					
Spetsiifiline	36	33	32	27	32	94,7	91,7	97,0	100,0	95,8
Üldine	2	3	1		2	5,3	8,3	3,0	0,0	4,2
Kvalitatiivne	21	20	18	16	19	55,3	55,6	54,5	59,3	56,2
Kvantitatiivne	17	16	15	11	15	44,7	44,4	45,5	40,7	43,8
Riski allikas	26	24	25	17	23	68,4	66,7	75,8	63,0	68,5
Riski juhtimine	12	12	8	10	11	31,6	33,3	24,2	37,0	31,5
Tallinna Kaubamaja	23	29	26	26	26					
Spetsiifiline	21	25	21	21	22	91,3	86,2	80,8	80,8	84,8
Üldine	2	4	5	5	4	8,7	13,8	19,2	19,2	15,2
Kvalitatiivne	15	19	17	18	17	65,2	65,5	65,4	69,2	66,3
Kvantitatiivne	8	10	9	8	9	34,8	34,5	34,6	30,8	33,7
Riski allikas	19	23	21	20	21	82,6	79,3	80,8	76,9	79,9
Riski juhtimine	4	6	5	6	5	17,4	20,7	19,2	23,1	20,1

\bar{x} – keskmine.

Allikas: autori koostatud.

Lisa 6. Avalikustatud valuutariskide karakteristikud ettevõtete ja aastate lõikes.

	Avalikustatud riskide arv (tk)					Karakteristiku osakaal (%)				
	2008	2009	2011	2016	\bar{x}	2008	2009	2011	2016	\bar{x}
Arco Vara	10	16	10	7	11					
Spetsiifiline	9	16	9	7	10	90,0	100,0	90,0	100,0	95,0
Üldine	1	0	1	0	1	10,0	0,0	10,0	0,0	5,0
Kvalitatiivne	6	10	9	7	8	60,0	62,5	90,0	100,0	78,1
Kvantitatiivne	4	6	1	0	3	40,0	37,5	10,0	0,0	21,9
Riski allikas	8	13	8	6	9	80,0	81,3	80,0	85,7	81,7
Riski juhtimine	2	3	2	1	2	20,0	18,8	20,0	14,3	18,3
Baltika	47	33	25	19	31					
Spetsiifiline	44	30	24	18	29	93,6	90,9	96,0	94,7	93,8
Üldine	3	3	1	1	2	6,4	9,1	4,0	5,3	6,2
Kvalitatiivne	24	20	13	12	17	51,1	60,6	52,0	63,2	56,7
Kvantitatiivne	23	13	12	7	14	48,9	39,4	48,0	36,8	43,3
Riski allikas	43	29	21	17	28	91,5	87,9	84,0	89,5	88,2
Riski juhtimine	4	4	4	2	4	8,5	12,1	16,0	10,5	11,8
Ekspress Grupp	17	13	14	13	14					
Spetsiifiline	13	10	12	11	12	76,5	76,9	85,7	84,6	80,9
Üldine	4	3	2	2	3	23,5	23,1	14,3	15,4	19,1
Kvalitatiivne	16	12	11	10	12	94,1	92,3	78,6	76,9	85,5
Kvantitatiivne	1	1	3	3	2	5,9	7,7	21,4	23,1	14,5
Riski allikas	12	10	10	10	11	70,6	76,9	71,4	76,9	74,0
Riski juhtimine	5	3	4	3	4	29,4	23,1	28,6	23,1	26,0
Tallink Grupp	33	33	33	28	32					
Spetsiifiline	32	32	31	28	31	97,0	97,0	93,9	100,0	97,0
Üldine	1	1	2	0	1	3,0	3,0	6,1	0,0	3,0
Kvalitatiivne	17	18	16	10	15	51,5	54,5	48,5	35,7	47,6
Kvantitatiivne	16	15	17	18	17	48,5	45,5	51,5	64,3	52,4
Riski allikas	29	27	29	25	28	87,9	81,8	87,9	89,3	86,7
Riski juhtimine	4	6	4	3	4	12,1	18,2	12,1	10,7	13,3
Tallinna Kaubamaja	6	5	11	10	8					
Spetsiifiline	5	4	9	8	7	83,3	80,0	81,8	80,0	81,3
Üldine	1	1	2	2	2	16,7	20,0	18,2	20,0	18,7
Kvalitatiivne	6	5	11	10	8	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Kvantitatiivne	0	0	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Riski allikas	4	3	9	8	6	66,7	60,0	81,8	80,0	72,1
Riski juhtimine	2	2	2	2	2	33,3	40,0	18,2	20,0	27,9

\bar{x} – keskmine.

Allikas: autori koostatud.

Lisa 7. Avalikustatud muud hinnariskide karakteristikud ettevõtete ja aastate lõikes.

	Avalikustatud riskide arv (tk)					Karakteristiku osakaal (%)				
	2008	2009	2011	2016	\bar{x}	2008	2009	2011	2016	\bar{x}
Arco Vara	0	0	0	0	0					
Spetsiifiline	0	0	0	0	0	-	-	-	-	-
Üldine	0	0	0	0	0	-	-	-	-	-
Kvalitatiivne	0	0	0	0	0	-	-	-	-	-
Kvantitatiivne	0	0	0	0	0	-	-	-	-	-
Riski allikas	0	0	0	0	0	-	-	-	-	-
Riski juhtimine	0	0	0	0	0	-	-	-	-	-
Baltika	2	2	2	2	2					
Spetsiifiline	1	1	1	1	1	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0
Üldine	1	1	1	1	1	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0
Kvalitatiivne	2	2	2	2	2	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Kvantitatiivne	0	0	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Riski allikas	2	2	2	2	2	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Riski juhtimine	0	0	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ekspress Grupp	4	4	4	3	4					
Spetsiifiline	3	3	3	2	3	75,0	75,0	75,0	66,7	72,9
Üldine	1	1	1	1	1	25,0	25,0	25,0	33,3	27,1
Kvalitatiivne	4	4	4	3	4	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Kvantitatiivne	0	0	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Riski allikas	3	3	3	2	3	75,0	75,0	75,0	66,7	72,9
Riski juhtimine	1	1	1	1	1	25,0	25,0	25,0	33,3	27,1
Tallink Grupp	7	17	6	3	8					
Spetsiifiline	7	17	6	3	8	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Üldine	0	0	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kvalitatiivne	5	9	5	3	6	71,4	52,9	83,3	100,0	76,9
Kvantitatiivne	2	8	1	0	3	28,6	47,1	16,7	0,0	23,1
Riski allikas	4	7	3	1	4	57,1	41,2	50,0	33,3	45,4
Riski juhtimine	3	10	3	2	5	42,9	58,8	50,0	66,7	54,6
Tallinna Kaubamaja	0	1	2	1	1					
Spetsiifiline	0	0	1	0	0	-	0,0	50,0	0,0	16,7
Üldine	0	1	1	1	1	-	100,0	50,0	100,0	83,3
Kvalitatiivne	0	1	2	1	1	-	100,0	100,0	100,0	100,0
Kvantitatiivne	0	0	0	0	0	-	0,0	0,0	0,0	0,0
Riski allikas	0	1	2	1	1	-	100,0	100,0	100,0	100,0
Riski juhtimine	0	0	0	0	0	-	0,0	0,0	0,0	0,0

\bar{x} – keskmine.

Allikas: autori koostatud.

Lisa 8. Avalikustatud üld-tururiskide karakteristikud ettevõtete ja aastate lõikes.

	Avalikustatud riskide arv (tk)					Karakteristiku osakaal (%)				
	2008	2009	2011	2016	\bar{x}	2008	2009	2011	2016	\bar{x}
Arco Vara	0	0	1	1	1					
Spetsiifiline	0	0	0	0	0	-	-	0,0	0,0	0,0
Üldine	0	0	1	1	1	-	-	100,0	100,0	100,0
Kvalitatiivne	0	0	1	1	1	-	-	100,0	100,0	100,0
Kvantitatiivne	0	0	0	0	0	-	-	0,0	0,0	0,0
Riski allikas	0	0	1	1	1	-	-	100,0	100,0	100,0
Riski juhtimine	0	0	0	0	0	-	-	0,0	0,0	0,0
Baltika	0	0	0	0	0					
Spetsiifiline	0	0	0	0	0	-	-	-	-	-
Üldine	0	0	0	0	0	-	-	-	-	-
Kvalitatiivne	0	0	0	0	0	-	-	-	-	-
Kvantitatiivne	0	0	0	0	0	-	-	-	-	-
Riski allikas	0	0	0	0	0	-	-	-	-	-
Riski juhtimine	0	0	0	0	0	-	-	-	-	-
Ekspress Grupp	0	0	0	0	0					
Spetsiifiline	0	0	0	0	0	-	-	-	-	-
Üldine	0	0	0	0	0	-	-	-	-	-
Kvalitatiivne	0	0	0	0	0	-	-	-	-	-
Kvantitatiivne	0	0	0	0	0	-	-	-	-	-
Riski allikas	0	0	0	0	0	-	-	-	-	-
Riski juhtimine	0	0	0	0	0	-	-	-	-	-
Tallink Grupp	5	4	4	4	4					
Spetsiifiline	1	1	1	1	1	20,0	25,0	25,0	25,0	23,8
Üldine	4	3	3	3	3	80,0	75,0	75,0	75,0	76,3
Kvalitatiivne	5	4	4	4	4	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Kvantitatiivne	0	0	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Riski allikas	2	2	2	2	2	40,0	50,0	50,0	50,0	47,5
Riski juhtimine	3	2	2	2	2	60,0	50,0	50,0	50,0	52,5
Tallinna Kaubamaja	0	0	0	0	0					
Spetsiifiline	0	0	0	0	0	-	-	-	-	-
Üldine	0	0	0	0	0	-	-	-	-	-
Kvalitatiivne	0	0	0	0	0	-	-	-	-	-
Kvantitatiivne	0	0	0	0	0	-	-	-	-	-
Riski allikas	0	0	0	0	0	-	-	-	-	-
Riski juhtimine	0	0	0	0	0	-	-	-	-	-

\bar{x} – keskmine.

Allikas: autori koostatud.

Lisa 9. Avalikustatud üld-finantsriskide karakteristikud ettevõtete ja aastate lõikes.

	Avalikustatud riskide arv (tk)					Karakteristiku osakaal (%)				
	2008	2009	2011	2016	\bar{x}	2008	2009	2011	2016	\bar{x}
Arco Vara	28	32	36	16	28					
Spetsiifiline	23	25	32	11	23	82,1	78,1	88,9	68,8	79,5
Üldine	5	7	4	5	5	17,9	21,9	11,1	31,3	20,5
Kvalitatiivne	12	17	23	16	17	42,9	53,1	63,9	100,0	65,0
Kvantitatiivne	16	15	13	0	11	57,1	46,9	36,1	0,0	35,0
Riski allikas	22	23	22	2	17	78,6	71,9	61,1	12,5	56,0
Riski juhtimine	6	9	14	14	11	21,4	28,1	38,9	87,5	44,0
Baltika	12	12	7	10	10					
Spetsiifiline	4	4	1	3	3	33,3	33,3	14,3	30,0	27,7
Üldine	8	8	6	7	7	66,7	66,7	85,7	70,0	72,3
Kvalitatiivne	12	12	7	10	10	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Kvantitatiivne	0	0	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Riski allikas	6	7	4	5	6	50,0	58,3	57,1	50,0	53,9
Riski juhtimine	6	5	3	5	5	50,0	41,7	42,9	50,0	46,1
Ekspress Grupp	24	22	21	12	20					
Spetsiifiline	13	12	12	5	11	54,2	54,5	57,1	41,7	51,9
Üldine	11	10	9	7	9	45,8	45,5	42,9	58,3	48,1
Kvalitatiivne	24	22	21	12	20	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Kvantitatiivne	0	0	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Riski allikas	4	3	3	4	4	16,7	13,6	14,3	33,3	19,5
Riski juhtimine	20	19	18	8	16	83,3	86,4	85,7	66,7	80,5
Tallink Grupp	20	20	21	10	18					
Spetsiifiline	9	9	6	2	7	45,0	45,0	28,6	20,0	34,6
Üldine	11	11	15	8	11	55,0	55,0	71,4	80,0	65,4
Kvalitatiivne	18	18	19	10	16	90,0	90,0	90,5	100,0	92,6
Kvantitatiivne	2	2	2	0	2	10,0	10,0	9,5	0,0	7,4
Riski allikas	5	4	7	4	5	25,0	20,0	33,3	40,0	29,6
Riski juhtimine	15	16	14	6	13	75,0	80,0	66,7	60,0	70,4
Tallinna Kaubamaja	1	10	19	15	11					
Spetsiifiline	0	5	16	12	8	0,0	50,0	84,2	80,0	53,6
Üldine	1	5	3	3	3	100,0	50,0	15,8	20,0	46,4
Kvalitatiivne	1	10	19	15	11	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Kvantitatiivne	0	0	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Riski allikas	1	2	1	1	1	100,0	20,0	5,3	6,7	33,0
Riski juhtimine	0	8	18	14	10	0,0	80,0	94,7	93,3	67,0

\bar{x} – keskmine.

Allikas: autori koostatud.

SUMMARY

THE CHARACTERISTICS OF DISCLOSED FINANCIAL RISKS IN ANNUAL REPORTS OF COMPANIES LISTED ON THE NASDAQ TALLINN STOCK EXCHANGE

Marit Hordo

The only regulated secondary securities market in Estonia is Nasdaq Tallinn. The main source of information concerning a business as an investment opportunity and its variables is the annual report. The annual reports on publicly traded companies are regulated by the International Financial Reporting Standards (IFRS). There are two main principles that stem from the regulation. Firstly, investor ought to be able to obtain information as easily as possible and using minimum resources. Secondly, risks should be disclosed as they are seen by the management. To add to that, it has been repeatedly proven that risk-reporting is important.

The aim of this research paper is to determine the characteristics of the financial risks disclosed in the annual reports of companies listed on the Nasdaq Tallinn Stock Exchange. The results should show the typical features of describing and presenting financial risks, the way financial risks are disclosed in annual reports of the companies listed on Nasdaq Tallinn. The research does not include an analysis of the quality of the annual report concerning whether all aspects that should be disclosed are disclosed. The assessment of characteristics is based on clearly disclosed financial risks. To achieve the set purpose, the author set up the following tasks:

- to study the nature of financial risks and characteristics on disclosing financial risks in annual reports via scientifically orientated literature,
- to provide an overview of previous studies assessing the characteristics of disclosing risks in annual reports,

- to determine various methods to analyse risk-disclosure and lay down rules for coding as a part of research method,
- to analyse the characteristics of the financial risks disclosed in the annual reports of companies listed on the Nasdaq Tallinn Stock Exchange,
- to bring out the result of the study and conclusions.

The results can be used in further research of financial risk disclosure to determine whether there is correlation between company's financial outcome and the characteristics of disclosed financial risks. The rules of coding which the author has assembled and supplemented can be used in subsequent similar work. In addition, the findings of the study give feedback to the authors of the annual reports on how the text is understood by an external reader. Moreover, on the basis of the profile of disclosed financial risks, it is possible to assess the effectiveness of regulation in terms of the achievement of the set objectives.

The research paper is divided into two chapters. The nature of financial risks and potential characteristics of risk-reporting are presented in the first subchapter. Subsequently is brought out an overview of previous research – the conclusions and used methods. The second chapter is the empirical part. It gives an overview of the research sample and describes the used methodology. The last subchapter is dedicated to analysing financial risk disclosure characteristics in annual reports and drawing conclusions.

Financial risks (i.e. credit, liquidity and market risk) are seen in financial reporting regulations as a potential change in specified interest rate, commodity prices, an entity's credit rating, foreign exchange rates or other variables. To add to that, financial risks have a direct impact on the company's cash flow. The disclosure of financial risks is directly disclosing information which clearly notifies of any possibility or prospect, harm or danger influencing company's financial instruments. Financial risk disclosure can be characterised on different grounds – based on their change in time (routine), specificity of information, the reason for disclosure, form, orientation in time, tonality and type of disclosure (risk reference). Hence, a disclosure characteristic can be routine or renewed; specific or non-specific to a company; compulsory or voluntary, monetary or non-

monetary, future- or past-oriented or not time-oriented; good, bad or neutral; disclosing risk management or risk source.

Previous studies have reached the conclusion that risks are disclosed with an established routine, the provided information is general and not specific to the company. In addition, risks are mostly disclosed due to requirements (i.e. there is less voluntary disclosure). There are less risks disclosed in a monetary form than qualitative. The information given is good or neutral and 'bad news' are not disclosed. Usually the risk source is disclosed in annual reports not the processes and measures for risk management. Financial risks are one of the uncertainties involved in business and therefore overall and non-specific qualities of risks could be attributed to financial risk. The empirical part of this research paper concentrates whether the previous characteristics are true for financial risks as a sub-category of risks. The reason for disclosure, time-orientation, tonality are excluded from the empirical research due to the limited volume of this study.

A series of qualitative evaluation methods can be used to analyse risk disclosure: a thematic content analysis, questionnaires, the disclosure index. Thematic content analysis is the most commonly used. Both manual and automatic coding methods can be used. The automated method of analysis has gained criticism due to systemic shortcomings. The manual coding method is therefore considered to be more effective. The best unit for analysis is considered to be sentences because they are carriers of the idea, not words. Therefore, the author has chosen and conducted sentence-based manual content analysis. In the case of manual content analysis, it is not possible to fully exclude the subjectivity of the person coding. In order to minimize subjectivity, there are strict rules for coding based on previous similar studies and supplemented by the author. The peculiarity of Estonian is considered and is noted in the theoretical part of the paper.

The research sample consists of five companies listed on Nastaq Tallinn and their annual reports from 2008, 2009, 2011 and 2016, i.e. a total of 20 annual reports and 1644 pages of textual and numerical material. The time variable has been chosen to assess the change in reports over time: during the economic crisis in 2008 and 2009, during economic growth in the year 2011 and economic stabilisation in 2016. As a method of data analysis, qualitative content analysis is used, i.e. data obtained through the annual reporting process is encoded and then grouped into categories based on the definitions and definitions of

the characteristics given in the theoretical positions. The coded results are analysed with mathematical and statistical methods. The results are presented in different financial risk categories: credit, liquidity and market risk (i.e. interest-rate, currency and price risk). Since the annual reports include information about financial risks that is not specific enough to be categorized in any of the previous types but still directly discloses financial risk, the author created extra categories 'general financial risk' and 'general market risk'.

Disclosed financial risks in annual reports of companies listed on Nasdaq Tallinn have following characteristics. Liquidity, interest, currency and general market risk did not show signs of routine. The results were inconclusive about credit and price risk, but the general financial risk was presented routinely. The disclosed financial risk was mostly specific to the company. The result about price risk were inconclusive due to the small number of disclosed price risks. The specificity of general market risk was on the other hand general due to its nature. Financial risks were disclosed narratively and in non-monetary form. The dominance of qualitative information was clear in all categories of financial risks except credit risk in which the results were inconclusive. The risk reference is mostly to the risk source not risk management. On the contrary to other were general market risks which presented mostly information about risk management. In any of the categories it did not show a distinctive correlation between the number of disclosed financial risks and economic growth or decline. This and the finding about routine and specificity in financial risk disclosure differ from previous studies in risk disclosure. The results in form and risk reference are in conformity with previous findings. All in all, financial risks are renewed, disclosed non-routinely, disclose information qualitatively and mostly reference risk sources.

To confirm the findings, one could repeat the study with all the companies listed on Nasdaq Tallinn and increase the number of years under observation. One could also analyse the characteristics excluded from the empirical study. To further examine the aspect of routine, a study of consecutive years and overlap could be conducted. To reduce subjectivity, the rules of coding of annual reports in Estonian should be further developed. To assess the extent to which the characteristics of disclosed financial risks are in relation to the company's operating results, the results obtained could then be compared with the company's financial performance, size and risk level.

Lihtlitsents lõputöö reprodutseerimiseks ja lõputöö üldsusele kättesaadavaks tegemiseks

Mina, Marit Hordo

1. annan Tartu Ülikoolile tasuta loa (lihtlitsentsi) enda loodud teose

**NASDAQ TALLINNA BÖRSI EMITENTIDE AASTAARUANNETES
AVALIKUSTATUD FINANTSRIISKIDE KARAKTERISTIKUD**

mille juhendaja on Maire Nurmet

- 1.1.reprodutseerimiseks säilitamise ja üldsusele kättesaadavaks tegemise eesmärgil, sealhulgas digitaalarhiivi DSpace-is lisamise eesmärgil kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni;
- 1.2.üldsusele kättesaadavaks tegemiseks Tartu Ülikooli veebikeskkonna kaudu, sealhulgas digitaalarhiivi DSpace'i kaudu kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni.
2. olen teadlik, et punktis 1 nimetatud õigused jäävad alles ka autorile.
3. kinnitan, et lihtlitsentsi andmisega ei rikuta teiste isikute intellektuaalomandi ega isikuandmete kaitse seadusest tulenevaid õigusi.

Tartus, 18.05.2018